

UNIVERSITÉ DE CAEN. -- FACULTÉ DE DROIT

LES CAISSES DE LIQUIDATION ET LES OPÉRATIONS A TERME SUR MARCHANDISES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(SCIENCES ÉCONOMIQUES)

*Soutenue devant la Faculté de Droit de l'Université de Caen,
le Mercredi 13 Février 1907, à trois heures et demie*

PAR

PAUL DELCAMBRE

Président : M. VILLEY, Professeur, Doyen.

Suffragants : MM. CABOUAT, Professeur.

ALLIX, Professeur.

LILLE

IMPRIMERIE H. MOREL, RUE NATIONALE, 77

1907

THÈSE POUR LE DOCTORAT



Digitized by the Internet Archive
in 2026

UNIVERSITÉ DE CAEN. -- FACULTÉ DE DROIT

LES CAISSES DE LIQUIDATION ET LES OPÉRATIONS A TERME SUR MARCHANDISES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(SCIENCES ÉCONOMIQUES)

*Soutenue devant la Faculté de Droit de l'Université de Caen,
le Mercredi 13 Février 1907, à trois heures et demie*

PAR

PAUL DELCAMBRE

Président : M. VILLEY, Professeur, Doyen.

Suffragants : MM. CABOUAT, Professeur.

ALLIX, Professeur.

LILLE

IMPRIMERIE H. MOREL, RUE NATIONALE, 77

1907



UNIVERSITÉ DE CAEN

FACULTÉ DE DROIT

Année scolaire 1906-1907

DOYEN

M. Edmond VILLEY (*, I. U), correspondant de l'Institut, membre du Conseil supérieur de l'Instruction publique.

PROFESSEURS

MM. DANJON (I. U), assesseur du Doyen, professeur de *Droit commercial*, chargé du cours de *Droit maritime*.

Edmond VILLEY (*, I. U), professeur d'*Économie politique*, chargé du cours de *Législation financière*.

GUILLOUARD (*, I. U, C. F., G. O. F., C. I. C. F., O. F., L. F.), professeur de *Droit civil*, correspondant de l'Institut.

LEBRET (I. U), professeur de *Droit civil*, ancien Ministre de la Justice. chargé du cours de *Notariat et Enregistrement*.

CABOUAT (I. U), professeur de *Droit international public et privé*, chargé du cours de *Législation industrielle*.

BIVILLE (I. U), professeur de *Procédure civile* et chargé d'un cours d'*Éléments de Droit civil*.

DEBRAY (A. U), professeur de *Droit romain* et chargé d'un cours d'*Histoire du Droit français*.

LE FUR (A. U), professeur de *Droit administratif* et chargé du cours d'*Éléments du Droit constitutionnel*.

ASTOUL (U), professeur de *Droit romain* et chargé du cours de *Pandectes* et du cours sur la *Coutume de Normandie*.

DEGOIS (U), professeur de *Droit criminel*, chargé d'un cours de *Droit civil approfondi et comparé*.

GÉNESTAL, professeur d'*Histoire du Droit français* et chargé du cours d'*Histoire du Droit public français*.

ALLIX, professeur d'*Économie politique* et d'*Histoire des doctrines économiques*.

NÉZARD, docteur en droit, chargé du cours de *Principes de Droit public*, de *Droit administratif* et d'*Éléments de Droit public et administratif*.

SECRÉTAIRE

M. GALLOU (I. U), secrétaire des Facultés de l'Université de Caen.

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

INTRODUCTION

Pendant ces dernières années, et surtout depuis les grands kracks qui se sont produits sur les places de Roubaix en 1900 et de Paris en 1905, la question des caisses de liquidation a été mise à l'ordre du jour. Il y a un an à peine, il était impossible d'ouvrir une revue ou un journal un peu sérieux, sans y trouver quelque article étudiant l'opportunité de leur introduction sur nos marchés français.

De l'avis de tous, la situation créée au grand commerce était intolérable et à tout prix il fallait y trouver un remède. Mais bien différentes étaient les solutions proposées.

Les uns, repoussant par principe les mesures violentes et trop hâtives, voulaient avant tout juger les faits avec le recul nécessaire. Ils restaient plus calmes devant l'agitation générale, et rejetaient avec soin les exagérations auxquelles, sous l'empire du désarroi, on se livrait trop facilement, disaient-ils,

dans certains milieux même très compétents. Ils se croyaient capables d'empêcher le retour des derniers événements par une simple réglementation du marché à terme, mais à condition qu'elle fût très sévère et bien comprise.

Les autres, les radicaux, prétendaient extraire la racine même du mal et proposaient la suppression complète de tous les marchés à terme. Englobant dans une même catégorie tous ceux qui se livraient à ce genre d'affaires, ils voulaient à tout prix en débarrasser la société, comme d'une plaie dange-reuse. Il semblait dans ce milieu que les expres-sions « commerce honnête » et « opération à terme » s'excluaient l'une l'autre. On pressait les Chambres d'adopter la solution proposée, et l'on s'indignait de retards dus à l'étude d'une question où cependant la prudence s'imposait.

C'est pourquoi tout travail relatif aux caisses de liquidation devra commencer par l'exposé de quelques vues sur l'utilité de ces marchés tant attaqués. A quoi servirait-il, en effet, de réglementer, d'améliorer les conditions des Bourses de commerce, si leur principe même était néfaste et si elles étaient réellement incapables de rendre service à la société?

C'est ainsi que nous aurons l'occasion d'étudier ce régulateur du haut commerce et de constater que, seul, il lui permet de répondre, avec une préci-

sion presque absolue, aux besoins de tant de millions d'hommes, disséminés sur la surface du globe. Spécialisé dans telle ou telle profession particulière, chacun serait incapable d'y trouver sa subsistance, sans l'intervention de ces grands marchés qui permettent de faire passer les marchandises dans les contrées même les plus éloignées, aussitôt que le besoin s'en fait sentir.

C'est ainsi que les richesses se répartissent, pour ainsi dire automatiquement, et que toujours le produit finit par rencontrer le consommateur qui l'attend.

Mais, malgré les progrès immenses déjà accomplis, nous aurons occasion de constater que les grands marchés mondiaux, quoique déjà bien perfectionnés, ont encore cependant leurs points faibles et que de temps en temps ils sont le théâtre de terribles catastrophes.

Quelquefois, un ressort de l'immense instrument vient à cesser de remplir le rôle auquel il est appelé : c'est une mauvaise information, un calcul erroné, une espérance de récolte bientôt déçue, voire même un changement de la mode ; et, aussitôt, la crise apparaît, multipliant ses ravages, accumulant les ruines, et jetant la consternation jusque dans les milieux auxquels elle semblait d'abord devoir rester entièrement étrangère.

Mais de ces faits faut-il conclure à la destruction nécessaire de cet organisme, sous le seul prétexte qu'il n'est pas parfait ? Autant vaudrait, à la suite d'un accident de chemin de fer, renoncer pour toujours à ce merveilleux moyen de locomotion.

Ce qu'il faut faire, en réalité, c'est améliorer le marché à terme, c'est augmenter les garanties accordées à ceux qui s'en servent, c'est exiger que tout s'y passe suivant les règles de la plus stricte loyauté : telle sera notre conclusion. Mais il est incontestable qu'aujourd'hui un marché à terme, si bien organisé soit-il, est incapable de donner par lui-même à ses opérateurs la certitude absolue que les engagements seront exactement tenus, et c'est ainsi que nous entrerons au cœur même de notre sujet, en tentant de prouver que seule l'intervention d'une caisse de liquidation peut procurer ce résultat. Dès qu'elle a enregistré un contrat, chacun n'a plus à vérifier la solvabilité ou l'honnêteté de sa contrepartie, *c'est avec la caisse seule qu'il traite*, il ne connaît plus qu'elle ; et si cette dernière est bien organisée, il est sûr désormais que ses opérations seront toujours strictement exécutées, d'après les règles mêmes de la place.

Division.

Nous pourrions donc diviser en trois parties notre sujet :

La première étudiera le fonctionnement du marché

à terme dans son ensemble, et les différents genres d'opérations qui y sont traitées, ainsi que les critiques soulevées contre cette institution ;

La seconde examinera le mécanisme de la caisse de liquidation attachée à un marché à terme, les garanties qu'elle peut offrir à ses clients, puis les moyens qu'elle peut employer pour débarrasser le marché des parasites qui ne peuvent que nuire à son fonctionnement normal ;

La troisième sera consacrée à l'étude comparée de deux crises survenues sur des places, dont l'une était pourvue d'une caisse de liquidation, tandis que l'autre ne l'était pas.

Les krachs choisis, dans ce but, sont les plus récents : celui de Roubaix, en 1900, et celui de Paris, en 1905.

Ce procédé nous permettra de nous rendre un compte exact des services que cette institution est capable de rendre aux commerçants et de constater si réellement, sur le terrain de l'expérience, elle répond aux espérances qu'en avaient conçues ses premiers instigateurs.

Ce travail sera terminé par une étude spéciale des difficultés qui peuvent s'opposer à l'établissement de cet organisme dans les grandes industries agricoles du sucre et de l'alcool.

PREMIÈRE PARTIE

LES MARCHÉS A TERME
EN GÉNÉRAL

CHAPITRE PREMIER

NOTIONS GÉNÉRALES SUR LE TERME

A) Coup d'œil rapide sur la façon dont sont nés et se sont développés les marchés à terme.

Si nous suivions l'histoire des différentes branches du commerce, nous constaterions que peu à peu les divers marchés, de locaux qu'ils étaient à l'origine, tendent à devenir d'abord régionaux, puis nationaux. Aujourd'hui, pour bien des produits, où les tarifs douaniers ne viennent pas opposer une barrière infranchissable, c'est sur le stock du monde entier que l'on table les opérations ; les Bourses se voient fréquentées par des négociants de toutes nationalités, les divers continents n'offrent plus qu'un seul champ au déploiement de leur activité.

Pourquoi les anciens modes de transactions deviennent inapplicables.

Longtemps aussi les marchandises, quoique ven-

dues et transportées à une très grande distance de leur lieu d'origine, continuèrent à faire l'objet de transactions, où acheteurs et vendeurs rassemblés trafiquaient de produits exposés sous leurs yeux.

Mais le commerce ne tarda pas à s'apercevoir qu'il est inutile d'imposer à la marchandise des déplacements et des transbordements très onéreux, dans le but de l'amener sur un point, où elle trouvera l'acheteur sans doute, mais non le consommateur. C'est alors que s'introduit l'usage des ventes sur échantillons. La marchandise n'apparaît plus sur le marché, mais elle va directement au lieu où son acheteur croit en trouver l'emploi. C'était un progrès, mais un autre non moins important restait à accomplir.

Bientôt, en effet, ce système n'allait plus suffire aux exigences du commerce. Les affaires étaient traitées à de très grandes distances; les vendeurs et demandeurs ne s'étaient jamais vus, impossible d'envoyer un échantillon en temps utile. C'est le moment où se fondent les grands marchés modernes, tels que nous les connaissons.

Des réglemens
e Bourse.

Sur toutes les places du monde, les intéressés, c'est-à-dire les commerçants, se réunissent, fondent des corporations et formulent des règles spéciales, auxquelles ils s'engagent à se conformer dans toutes leurs opérations, à moins de stipulation

contraire. Peu à peu le marché se réglemente, les jours de liquidation sont déterminés, les modes de livraison et de paiement définis, les qualités livrables limitées à certains types adoptés et spécifiés dans les conditions du contrat, sauf certaines bonifications admises, les cours pratiqués sur le marché partout publiés, les intermédiaires surveillés.

Désormais un négociant, à mille lieues de distance, pourra, par quelques mots, ou même par simple coup de téléphone ou de télégraphe, transmettre un ordre d'achat ou de vente. En jetant un coup d'œil sur les règles de la place, il verra exactement à quoi il s'engage ; ignorant le nom et la qualité de sa contre-partie, il saura cependant ce qu'il est en droit d'en attendre : jour de livraison, qualité des marchandises, etc., les données essentielles du marché lui sont suffisamment connues. Ces étrangers, qui ne se sont jamais vus, traiteront donc aussi sûrement une affaire que s'ils étaient tous deux en présence de l'objet du contrat.

Cette conception du marché à terme paraît cependant être déjà assez ancienne, mais elle a été appliquée sous des formes différentes. Au XVI^e siècle, ce genre d'opération était déjà pratiqué à Florence, dans certains cas, et au XVII^e, ce trafic était intense à Amsterdam sur les denrées telles que les grains, les cafés, les épices, l'huile de baleine, le salpêtre et surtout les eaux-de-vie.

Établissement
des marchés à
terme.

Cet exemple, donné par Amsterdam, ne tarda pas à être suivi en France et en Angleterre. Mais laissons ces faits qui ne présentent qu'un intérêt purement rétrospectif, pour en arriver directement aux périodes modernes.

Dès 1840, les affaires à terme prirent une grande importance sur les places américaines ; vers 1850, se forma le marché de Liverpool pour les cotons, et en 1860 celui de Berlin.

Le « Cotton Exchange », de la Nouvelle-Orléans, date de 1871. Cette même année s'établit à Londres un marché régulier sur les blés, mais ce genre d'affaires y était pratiqué depuis longtemps déjà pour d'autres marchandises. Le « Board of trade », de la Nouvelle-Orléans, qui traite les céréales, date de 1875 ; le marché de Budapesth de 1884, celui de Namheim de 1888. Il en existe aujourd'hui également à Milan et à Barcelone.

Ce rapide aperçu, sans être complet, démontre suffisamment que, dans le monde entier, les stocks importants de marchandises se traitent couramment sur les marchés à terme. On peut dire en effet d'une façon générale que les blés, les laines, les cotons, les filés, les laines en suint, les peignés de laine, les sucres, les alcools, les cafés, les saindoux, le cuivre, l'indigo, le cacao, etc., font l'objet d'incessantes transactions de ce genre.

Il existe cependant bien des catégories de marchandises, pour lesquelles la vente en magasin s'impose ; ce sont généralement les produits manufacturés qui suivent les règles de la mode, tels que les étoffes et les produits de qualité supérieure ou de luxe, qui ne peuvent convenir qu'à une clientèle restreinte, genre infiniment nombreux et variable, ne pouvant répondre à aucun type établi. Pour ces différents genres, il ne pourrait donc être question de marchés à terme.

En France, le développement des affaires à terme a suivi également une marche ascensionnelle. Nous remarquons, d'abord, la place du Havre qui traite indistinctement, les cotons, les cafés, le poivre, le saindoux, la laine, le cuivre, l'indigo, le cacao ; Marseille traite les huiles ; Paris, les farines, les sucres et les alcools ; Dunkerque traite les laines brutes ; Roubaix-Tourcoing, les peignées.

Marchés à terme français.

En un mot, nos places de commerce, sur lesquelles le mouvement des affaires est intense, ont vu s'installer un marché spécialement réservé aux opérations à terme. Comment expliquer un phénomène aussi général, si non par un besoin absolu du négoce et une nécessité s'imposant à toutes nos sociétés modernes.

B) Organisation générale du marché à terme.

Comment s'y
traitent les affai-
res ?

Après cet exposé succinct de la manière dont le marché à terme s'est implanté dans le monde des affaires, étudions le fonctionnement de cette institution et son organisation générale.

Le marché à terme est tenu par les courtiers, dont l'intermédiaire est obligatoire pour tout opérateur. Ils ont reçu des ordres d'achat et de vente, qu'ils s'engagent à exécuter au lieu et place de leurs commettants. A moins de stipulation contraire et expresse, ces demandes et ces offres sont supposées avoir été faites d'après les conditions strictement déterminées par les règles de la place.

Comme à la Bourse des valeurs, les courtiers ou leurs représentants circulent, en proclamant à haute voix les offres et les demandes qu'ils ont reçu mandat d'exécuter. Lorsque l'un d'eux rencontre la contrepartie qu'il cherche, il échange avec elle la fiche dont il est porteur. Plus tard, à la clôture de la Bourse, un contrat dûment en forme sera rédigé, mais jusque-là, la fiche dont chacun est ainsi devenu détenteur, sera considérée comme faisant preuve suffisante.

Mais le mode d'opération indiqué plus haut n'est praticable qu'avec une réglementation très sûre et exigeant de tous les contrats l'identité absolue de forme et de fond, seule capable de permettre à l'acheteur et au vendeur de se trouver toujours sur le même terrain.

Le premier point à réglementer était la quantité de marchandises qui devait former l'objet invariable de toute opération. Si chaque négociant était resté libre d'offrir ou de demander une quantité quelconque, il eût été presque impossible à chacun d'eux de trouver la contrepartie qu'il cherchait.

Détermination
du chiffre de cha-
que affaire.

Aussi, les corporations commerciales ont toutes décidé que les affaires ne pourraient se traiter que par quantités fixées d'un certain nombre de tonnes ou d'un nombre déterminé de balles. Ce bloc devient pour ainsi dire une unité, une chose absolument fongible, toujours égale à elle-même, c'est la filière.

Mais pour faciliter les livraisons, il est cependant admis que le vendeur peut livrer une quantité sensiblement différente de celle qui a été stipulée, sauf déduction ou augmentation de prix. Cette faculté est toutefois très limitée par les statuts de la Bourse, et n'a pour but que de permettre au livreur de laisser les emballages intacts.

Pour faire de la filière une chose fongible, il ne suffisait pas d'en déterminer le poids, il fallait

Les types.

encore fixer la qualité des marchandises qui entraient dans sa composition. C'est ainsi que les Bourses de commerce furent appelées à choisir différents types de produits, dont l'indication devait être faite sur chaque marché par une simple lettre A. B. C., ou par d'autres dénominations convenues. Mais comme cette question est assez complexe et qu'elle soulève certains problèmes très graves, nous en reportons plus loin l'étude.

Jours de liquidation.

Des difficultés également considérables se seraient présentées si les opérations avaient pu être faites sur une date quelconque du mois. Les liquidations journalières auraient été en effet absolument impraticables. Aussi, l'échéance de chaque affaire fut-elle invariablement fixée au dernier jour du mois, sur lequel elle avait été passée. Faculté était toutefois laissée au vendeur, de livrer et d'exiger le paiement dès le premier jour, s'il le préférait.

Les opérations peuvent d'ailleurs se passer sur un mois quelconque, si éloigné soit-il, et même plus d'un an à l'avance.

La seule difficulté, toute de pratique, est alors de trouver une contrepartie.

Liquidation avant terme.

Le jour de la liquidation, on s'apercevait que beaucoup d'opérateurs, acheteurs d'abord sur ce mois, s'étaient ensuite, par un autre contact, portés vendeurs de la même quantité sur la même époque,

ou inversement. Il était dès lors inutile de les forcer à recevoir d'abord cette marchandise pour la repasser ensuite à un tiers. On chercha donc à éviter ces déplacements inutiles.

Une première solution fut trouvée dans la pratique des rings. Ce moyen consistait à rechercher tous les opérateurs qui s'étaient successivement remplacés dans la même position. L'examen des différents contrats prouvait en effet, assez fréquemment, que l'un des successeurs du premier acheteur avait passé avec l'un des successeurs du premier vendeur, un contrat en sens inverse de celui qui avait donné naissance à l'obligation; par ce fait toute une série d'opérations se trouvait annulée, sauf règlements par différence.

Les Rings.

Voici un exemple de ring :

A achète à B ;

A vend à C ; B achète à X ;

C vend à X.

Les courtiers chargés de cette opération parvenaient pratiquement, à chaque liquidation, à découvrir l'existence d'un certain nombre de rings, et débarrassaient ainsi le marché d'une bonne partie des contrats.

Mais les affaires qui restaient n'étaient pas toutes appelées à être réglées par une livraison effective. Sans faire partie d'un ring, un opérateur pouvait

Charing House.

très bien avoir compensé un premier ordre par un autre en sens inverse. C'était encore de l'intermédiaire des courtiers que l'on se servait pour résoudre ce cas.

Chacun d'eux n'exigeait de son client que le règlement par différence de toutes les opérations qu'il avait passées en son nom. Puis, les courtiers se réunissaient et chacun liquidait, dans les mêmes conditions, tous les engagements qu'il avait été chargé de prendre avec ses confrères. Ils formaient ainsi une sorte de «clearing-house» et supprimaient des déplacements considérables d'argent et de marchandises.

C'est ce principe même qui servit de base à l'institution des caisses de liquidation, mais toutefois après avoir subi certaines modifications, destinées à donner aux opérateurs plus de garanties.

DEUX QUESTIONS PRÉALABLES

I. — Le marché à terme est-il un moyen d'approvisionnement ?

Beaucoup de personnes, étrangères au grand commerce, croient avoir fait le procès définitif des marchés à terme, en prouvant qu'ils sont incapables de servir à l'approvisionnement.

Le marché à terme n'est pas exclusivement un lieu d'approvisionnement.

En effet, dit-on, pour pouvoir acheter utilement de la marchandise au terme, il faut que l'on ait besoin de la qualité qui y est admise, soit comme type unique, soit comme l'un des types. Or ces derniers sont assez strictement déterminés ; il en résulte que les trois quarts des commerçants ne peuvent faire leurs approvisionnements dans ce genre de marché.

De plus, toutes les places admettent, dans certaines mesures, les bonifications ou les réductions sur le type étalon, et ne font pas mention de la provenance. Exemple : à Roubaix-Tourcoing il n'y a qu'un type unique : Montévideo, Australie ou Cap. Il peut donc se faire qu'après avoir cru acheter

un stock, des industriels en reçoivent un autre, de qualité assez différente ou même d'un genre qui ne peut, à proprement parler, convenir au but qu'ils avaient en vue. Donc, conclut-on, ces marchés ne peuvent être fréquentés que par des personnes étrangères au commerce et à l'industrie; ils ne peuvent être qu'un repaire d'agioteurs, car jamais un homme sérieux ne consentira à traiter une affaire dans ces conditions.

Or, faire une telle démonstration, c'est enfoncer une porte ouverte. Personne, en effet, n'a jamais prétendu que le marché à terme fût exclusivement un marché d'approvisionnement, et chacun sait que c'est plutôt au marché à livrer que les commerçants ont l'usage de s'adresser pour trouver les marchandises bien spécifiées dont ils ont besoin. Mais, quant aux conclusions que les adversaires de ces Bourses prétendent tirer de ce fait, nous essayerons de démontrer qu'elles sont absolument erronées.

Les opérations
en couverture.

Il importe en effet de poser en principe que le marché à terme est ouvert pour faciliter, non-seulement les opérations de livraisons, mais surtout les affaires dites en couverture. C'est là sa grande raison d'être, le principal but qu'il se propose.

Par là, il rend l'immense service de diminuer les risques du détenteur de la marchandise, et il pousse au développement des affaires. Si sérieux qu'il soit,

tout industriel peut avoir besoin, dans certains cas, d'y prendre position. C'est ce que nous entreprendrons de démontrer, en traitant successivement des différents genres d'opérations, qui se passent sur ces marchés.

II. — La vente à découvert est-elle admissible ?

Tout le monde sait qu'au terme il n'est nullement nécessaire d'être propriétaire de la marchandise, pour se porter vendeur sur un mois quelconque. La loi n'exige même pas que l'opérateur, dans ce cas, prouve qu'à l'échéance dite, il sera réellement devenu détenteur de la quantité qu'il s'est engagé à livrer ; bien plus, il n'est même pas nécessaire qu'il ait certaines chances de le devenir plus tard ; par exemple : si sa culture lui donne le rendement moyen qu'il est en droit d'en attendre. La loi veut simplement que l'opérateur s'engage à livrer, en temps voulu, la marchandise qui a été l'objet du contrat, sauf à payer des dommages-intérêts à son acheteur, dans le cas où il faillirait à son obligation.

Est-elle forcément admise au terme ?

Cette façon d'agir n'est-elle pas absolument inadmissible, immorale même ? Nous répondrons d'abord que la morale n'a absolument rien à voir dans cette question. Il s'agit ici d'une simple obligation personnelle, et chacun est libre de s'engager à remplir un

acte, à condition que ce dernier ne soit pas immoral. Or, qu'y a-t-il d'immoral dans le fait d'acheter à un tiers la quantité de marchandises qu'on s'est engagé à livrer ? Celui qui promet un objet dans la vie courante, en est-il toujours possesseur au moment même où il s'engage à le donner ?

Ceci n'a rien
d'inadmissible.

Quant à trouver simplement inadmissible qu'une personne puisse s'engager à livrer ce qu'elle n'a pas, autre question. Nous croyons toutefois que cette prétendue difficulté provient d'un oubli des principes premiers de l'économie politique.

Qu'est-ce, en effet, que l'argent ? C'est une marchandise absolument comme une autre, à la différence qu'elle est assez rare, facilement divisible, homogène, capable de recevoir une empreinte, etc., en un mot, qu'elle réunit toutes les qualités voulues pour jouer le rôle de monnaie, c'est-à-dire de marchandise-cote, de moyen d'échange. Quand des opérateurs sont en présence, il en résulte que tous deux s'engagent à livrer une simple marchandise ; pour l'un ce sera un produit quelconque, variable suivant les cas ; pour l'autre ce sera la marchandise argent. Or, personne ne prétend que pour opérer au terme, il faille avoir en argent liquide la somme qui est stipulée au contrat. Pourquoi donc être plus sévère pour un contractant que pour l'autre ?

Mais, répond-on, l'argent roule dans le monde

des affaires; si le négociant n'en a pas au moment où il contracte, il l'aura peut-être le lendemain, ou du moins le jour de l'échéance; et si, par hasard, il ne l'avait pas, il pourrait se le procurer par la vente de l'une quelconque des marchandises qu'il a en magasin. Or, on oublie de remarquer que le vendeur à découvert est absolument dans les mêmes conditions; s'il n'a pas en main le stock exigé, il l'achètera, il échangera sa marchandise argent contre celle qu'il a vendue, et plus facilement même qu'il n'aurait fait l'opération inverse, car avec de l'argent il est toujours possible de se procurer un stock, tandis qu'en cas de stagnation des affaires, l'autre opération n'est pas toujours aisée.

Grâce à l'institution des Bourses de commerce, le demandeur pourra toujours trouver le vendeur qu'il cherche. C'est là en effet que se concentrent les ordres de tous les négociants.

De plus, l'opérateur qui a vendu à découvert n'a pas à craindre de passer par les fourches caudines des détenteurs réels. Il n'est plus dans la situation du petit commerçant qui, autrefois, se trouvant en présence d'un nombre très restreint de vendeurs, était obligé, en cas de besoin pressant, de passer par les dures conditions que ces derniers pouvaient lui imposer.

En supposant même qu'au cours affiché il ne

trouve pas livreur, il lui suffit de faire la moindre concession pour qu'aussitôt les offres affluent. On peut donc affirmer que la marchandise est aujourd'hui à la portée de toutes les mains. Celui qui, en opérant, n'a pas l'objet du contrat, n'a qu'à se le procurer, et il est sûr de pouvoir toujours le faire.

Terminons par une comparaison empruntée à un rapport présenté à la Société d'Économie politique de Paris.

Personne ne prétend interdire au porteur d'eau, de se faire payer d'avance les seaux qu'il s'engage à livrer. Quoique ne les ayant pas, il est, en effet, absolument sûr de se les procurer, puisque la rivière est là. La position est cependant la même pour l'opérateur à découvert, puisqu'il n'a qu'à puiser à la Bourse, cet immense réservoir de richesses, celle dont il a besoin. L'un et l'autre, en effet, sont absolument sûrs de trouver ce qu'ils ont vendu.

Cette question étant donc écartée, nous passons à l'étude des différents genres d'opérations qui se font au marché à terme.

CHAPITRE II

OPÉRATIONS TRAITÉES AU TERME

On peut classer sous cinq paragraphes les opérations qui se traitent au marché à terme. Nous les dénommerons ainsi : arbitrages, assurances, spéculations proprement dites, reports, jeu et agiotage.

I. — Arbitrage.

L'arbitrage peut être de deux sortes, selon que l'opérateur, si l'on peut ainsi s'exprimer, agit dans l'espace ou dans le temps.

Le cas le plus fréquent est celui d'un négociant, qui constate entre les cours, pratiqués sur deux places de commerce, un écart supérieur au prix du transport de la marchandise entre les points qui les séparent, augmentation faite des droits de douane. Celui-ci s'empresse aussitôt d'acheter sur la place, qui prati-

Arbitrage dans
l'espace.

que les cours le plus bas, un stock que, par ordre télégraphique, il revend le même jour sur celle qui pratique la cote la plus élevée. Il conservera donc pour lui la différence entre l'écart des cours et le prix du transport. C'est ce que nous dénommons plus haut l'arbitrage dans l'espace.

Arbitrage sur
différentes quali-
tés.

Cette opération peut encore s'effectuer sur deux qualités d'une même marchandise, qui, sur un même marché, sont cotées avec des écarts ou supérieurs ou inférieurs à ceux que justifie la différence de rendement.

Dans ce cas, l'opérateur achète à terme la qualité qui est cotée relativement moins haut, et il vend sur le même mois celle qui est dans la condition inverse.

De cette façon, si l'écart injustifié disparaît, l'opérateur est certain de toucher un bénéfice. A l'échéance, pour liquider sa situation, il rachète ce qu'il a vendu et revend ce qu'il a acheté. Sans doute, si la marchandise a monté ou baissé dans l'intervalle, le négociant subira sur une partie de son opération une perte peut-être très grosse, mais elle sera largement couverte par le gain réalisé de l'autre côté. Il lui restera comme bénéfice net la différence entre l'écart actuel des prix et l'ancien.

Arbitrage dans
temps.

L'arbitrage peut encore se faire quand les écarts de cote sur les différentes époques sont jugés excessifs. Dans ce cas, l'opérateur achète sur le

mois le plus rapproché et vend sur l'autre. A l'échéance, il prend livraison aux magasins généraux, conserve la marchandise, et s'en sert pour liquider sa vente sur le mois suivant. Dans ce cas, l'opérateur garde pour lui tout ce qui excède les frais de magasinage et de conservation.

Toutes ces opérations présentent les mêmes caractères ; elles sont faites sur un stock considérable, et ne donnent à l'opérateur qu'un bénéfice infime, si on le compare à la valeur de la marchandise traitée. En effet, les spéculateurs qui les tentent sont à l'affût des moindres gains et, dès que naît une occasion, elle est aussitôt saisie, et souvent même par plusieurs maisons à la fois. Jamais les spéculateurs ne laissent l'écart devenir considérable.

Chaque opération d'arbitrage, par l'effet inverse qu'elle produit sur les cours, tend à les ramener l'un vers l'autre. En effet, l'arbitragiste augmente la demande sur la place où la cote est trop faible, et l'offre, au contraire, sur celle où elle est trop forte.

Utilité sociale
de l'arbitrage.

Le rôle social de l'arbitragiste ne peut donc être néfaste et les bénéfices qu'il réalise sont le juste salaire des services qu'il rend à la société. Il tend sans cesse, en effet, à ramener les prix sur chaque place à la moyenne normale, grâce à laquelle producteurs et consommateurs de tous pays ont chance, si non d'être satisfaits, car ils le sont rarement, du

moins de ne pas s'estimer trop malheureux. Il offre, en effet, des débouchés aux contrées où il y a surproduction, et empêche, au contraire, la disette de se faire sentir dans celles où la récolte a été insuffisante.

Or, sans le marché à terme, un tel genre d'opérations serait, dans la plupart des cas, impossible, car si le spéculateur ne pouvait vendre sur une place le même jour ce qu'il achète sur l'autre, son opération comporterait trop de risques de perte, en comparaison du petit bénéfice qu'il en attend, et personne n'oserait la tenter.

II. — Assurance.

L'opération en
couverture.

Il faut entendre par assurance au terme toute opération dite en couverture, qui loin de constituer un risque pour celui qui l'entreprend, ne sert au contraire qu'à le mettre à l'abri des pertes possibles, conséquences d'une variation des cours dans un sens ou dans l'autre.

L'assurance peut avoir lieu contre la baisse ou contre la hausse. Un commerçant s'assure contre la baisse quand il est détenteur d'un stock de marchandises ; il s'assure contre la hausse quand il a passé un marché à livrer sur marchandises,

dont il entend ne devenir lui-même acquéreur que postérieurement.

Voici les principaux cas d'assurance contre la baisse. Assurance contre la baisse.

Un importateur a acheté, dans le pays de production, une cargaison de marchandises. Il s'agit ici, non plus comme dans le cas d'arbitrage, d'un spéculateur opérant sur une marchandise quelconque, mais d'une maison qui fait le commerce spécial d'acheter par ses représentants chez le producteur lui-même, pour fournir la marchandise directement à ceux qui peuvent l'employer. Entre le jour de l'acquisition et celui où la marchandise, arrivée sur le lieu de consommation, sera présentée sur le marché, peuvent s'écouler de longs mois. L'importateur court donc tous les risques de dépréciation, provenant des variations possibles de la cote pendant ce long intervalle. Il peut même arriver qu'après avoir payé le frêt, les frais de transport sur chemin de fer, de chargement, de transbordement, de déchargement, d'assurances, l'importateur, loin de trouver dans cette opération un bénéfice, soit obligé de revendre sa marchandise moins cher qu'il ne l'a achetée.

Pour obvier à ce danger, l'importateur revend à terme sur la place d'importation sa marchandise, aussitôt qu'il en a acquis la possession. De cette

façon sans doute son bénéfice est restreint, mais il est absolument sûr de faire une bonne opération.

Très fréquent est aussi le cas d'un fabricant qui a acheté un lot considérable de matières premières, dont il doit, dans le courant de l'année, tirer un produit fabriqué. Pendant le temps que durera la transformation de ce stock, les cours peuvent subir de grandes variations, et il est certain que si c'est la baisse, les prix du produit fabriqué qu'il doit en tirer subiront un mouvement parallèle. Il est donc possible, qu'après avoir payé des frais considérables d'outillage et de main-d'œuvre, le fabricant soit obligé, à l'instar de l'importateur, de revendre son stock travaillé moins cher qu'il ne l'a payé brut.

Mais heureusement, il peut faire intervenir le terme, en y vendant son stock aussitôt qu'il l'a acheté, et sur l'époque à laquelle il pourra le livrer à l'état de produit fabriqué.

Désormais, peu lui importent les variations des cours; il est à couvert. A cause du parallélisme approximatif des deux marchandises, il est presque complètement à l'abri.

Assurance contre la hausse.

Dans certains cas, au contraire, c'est contre la hausse que l'opérateur tient à se garantir. Au lieu d'être vendeur à terme, il est alors acheteur.

Prenons par exemple le cas du grand entrepreneur

de fournitures, qui a passé un marché à livrer sur différentes époques, avec l'armée, une des grandes administrations ou un grand magasin. Dans ce cas, le commerçant n'a pas toujours pu s'assurer d'avance la possession de la marchandise. Il achète donc au terme la quantité suffisante pour se couvrir, indépendamment de la question de qualité. Puis, quand il le juge utile, il achète chez un négociant le stock dont il a réellement besoin, et il revend au terme ce qu'il y a acheté, en opérant comme il a été exposé plus haut. Il a dès lors son bénéfice assuré sur l'affaire qu'il a conclue.

Un cas analogue se présente, lorsqu'il s'agit d'un fabricant qui a passé un marché à livrer avec un grand magasin pour un article, dont la fabrication ne doit commencer qu'à une époque plus avancée.

III. — Report

Soumis à l'analyse, le report se présente comme une opération double, par laquelle un capitaliste achète et revend aussitôt à terme, à un détenteur d'une position sur le marché, le stock dont celui-ci ne veut ou ne peut prendre livraison.

Nature du report.

Toute idée de spéculation doit être écartée de la part du capitaliste reporteur. Celui-ci, en effet, ne se livre pas à une opération aléatoire. Son bénéfice

est strictement déterminé dès le début de l'opération par l'écart entre le prix d'achat et le prix de revente, tous deux immédiatement fixés.

Son utilité.

Cette opération peut rendre de grands services aux négociants et aux spéculateurs. Si ce genre de contrat était inconnu, un négociant ayant besoin d'argent, pressé par ses créanciers, serait obligé de se couvrir à tout prix de ses ventes à découvert, même s'il prévoyait un changement très prochain dans sa situation. Grâce à l'opération du report, il trouve un capitaliste qui consent à acheter comptant sa marchandise et à la lui revendre à terme à un prix un peu plus élevé. De cette façon, pour une petite somme le négociant peut conserver sa position et ne pas abandonner définitivement toutes les chances d'amélioration auxquelles il a foi.

Mais cette opération n'est pas seulement avantageuse pour le spéculateur reporté, elle l'est également pour le capitaliste reporteur. C'est, en effet, pour ce dernier un excellent moyen de rendre productif le capital, dont il ne dispose que momentanément. Le mécanisme même du report lui remet en effet l'argent entre les mains à une date aussi rapprochée qu'il le voudra. Quant aux risques de perte, ils sont presque nuls, sauf dans le cas d'effondrement des cours, puisque le contrat lui donne un droit de gage sur la marchandise reportée.

Il s'en suit normalement que plus les risques d'effondrement des cours seront grands, plus le report sera payé cher. Tel est le cas, quand une spéculation ardente a fait monter les cours à des prix exagérés.

A un point de vue plus élevé, plus général, il est encore très utile. Il aide en effet à la régularité de la cote. Dans un moment de stagnation des affaires, beaucoup de commerçants se trouvent gênés, étant détenteurs de grands stocks qu'ils ne parviennent pas à écouler. Dans ce nombre, beaucoup seront obligés, pour se procurer de l'argent, de liquider leur situation au terme ; c'est ainsi que certains acheteurs à découvert seront obligés de se porter vendeurs, pour ne pas prendre livraison des marchandises. Un stock énorme tombera ainsi sur le marché pour l'encombrer davantage, et précipiter encore les cours. Même si elle avait dû se produire normalement, la reprise sera donc absolument impossible pendant un certain laps de temps.

Mais si le reporteur peut intervenir, se chargeant d'une partie du stock qui pèse sur le marché, il permettra à chacun de maintenir ses prétentions, en lui fournissant immédiatement l'argent dont il a un pressant besoin. Les cours pourront ainsi peu à peu se relever si le mouvement des affaires le permet, la confiance renaîtra, et une amélioration sensible ne tardera pas à être perçue.

Le reporteur remplit en un mot le rôle de compensateur, donnant aux cours une plus grande régularité, en les privant de ses baisses inattendues, qui causent parfois les désastres les plus considérables.

IV. — Spéculation pure.

Nature de l'acte
de spéculation.

Quoique les opérations d'arbitrage soient pleinement du domaine de la spéculation, nous avons voulu les traiter à part parce qu'elles ne présentent aucun aléa pour celui qui s'y livre. Dans les actes de pure spéculation dont il va être question, au contraire, l'opérateur ne connaît jamais d'avance le résultat financier de son opération.

De même que dans les cas cités plus haut, le spéculateur n'a nullement, *a priori* du moins, l'intention de prendre livraison de la marchandise qu'il achète, mais bien de régler par différence.

Dans le ring, il sera donc toujours du nombre des intermédiaires, c'est-à-dire de ceux qui ont acheté pour revendre. Il émet rarement une filière, puisque généralement il n'est pas détenteur réel de marchandises et, sauf exception, il se garde bien de les arrêter.

Nous appellerons donc, acte de pure spéculation, celui d'un opérateur qui, indépendamment de toute idée de couverture, achète sur une place avec

l'intention de revendre plus cher à une époque plus éloignée, ou inversement qui vend à terme avec l'intention de se couvrir plus tard dans des conditions avantageuses.

C'est contre ce genre d'opérations, appelé fréquemment jeu, que l'on rencontre dans le public le plus d'opposition, parfois même de l'indignation.

Utilité de la spéculation.

Il semble, en effet, à l'examen des filières, que ces intermédiaires ont été absolument inutiles, qu'ils ont réalisé indûment des bénéfices, et qu'ils se sont comportés comme des parasites du commerce.

Mais on pourrait répondre qu'ils ont cependant rendu service au commerce, en divisant les risques résultant de la détention de la marchandise, pour en supporter eux-mêmes une partie. Il y a, en effet, des matières premières dont la récolte se fait en bloc à une certaine époque, tandis que la fabrication et la consommation s'échelonnent sur les différents mois de l'année. La laine, par exemple, si on néglige la production nationale qui est infime, arrive en nos contrées vers décembre-janvier, alors que les usines qui, la mettant en œuvre, tournent sans discontinuité.

Qui donc conservera la partie du stock, qui ne doit trouver son emploi que dix ou douze mois après la récolte? Il semblerait assez naturel de dire que c'est l'importateur, mais celui-ci a souvent

besoin de ses capitaux pour faire dans le pays de production des achats sur la prochaine récolte, et de plus les risques résultant d'une baisse toujours possible sont trop considérables pour qu'il puisse les supporter en entier. Bien plus, comme nous l'avons exposé plus haut, il a généralement soin de vendre prudemment une grande partie de son stock, même avant son arrivée en Europe.

Rôle du spéculateur.

Il résulte de cet exposé que le spéculateur se met en réalité au lieu et place de l'importateur pour le décharger d'une partie de son stock et assumer tous les risques que cette marchandise doit courir jusqu'au moment où elle trouvera son emploi.

Sans doute, on peut objecter que le spéculateur ne remplit ce rôle qu'attiré par l'appât d'une différence en sa faveur; mais n'en est-il pas de même dans tous métiers ou professions. Quel est l'industriel, par exemple, qui consentirait à supporter les risques résultant de la mise en marche d'une usine, s'il n'avait l'espoir d'en tirer un bénéfice?

On peut encore exprimer la même idée, en faisant remarquer que si dans une filière tous les intermédiaires n'étaient pas entrés en ligne de compte, l'émetteur ne se serait jamais rencontré avec l'arrêteur. Le premier pouvait vouloir se débarrasser de la marchandise, tandis que le dernier n'en avait pas encore besoin, et ne voulait pas se charger de ce

lourd fardeau, jusqu'au moment où il aurait le moyen de l'utiliser.

L'émetteur, qui est presque toujours un importateur, ne pouvant plus compter sur les spéculateurs pour se décharger d'une partie de la marchandise, n'oserait plus prendre en charge un aussi grand stock. Il diminuerait donc ses commandes dans le pays de production, et le producteur lui-même, ne trouvant plus si facilement acheteur, ne se déciderait plus à augmenter l'importance de son exploitation ; d'où résultat économique déplorable.

Comme le disait M. Raffalovich, dans son rapport présenté à la Société d'Économie politique sur la question des opérations à terme, effectuées tant à la Bourse des marchandises qu'à celle des valeurs mobilières, la spéculation joue le rôle d'un vaste syndicat de garantie anonyme, assurant à la production son fonctionnement constant, et facilitant la formation des entreprises industrielles et financières.

Mais, à un autre point de vue, la spéculation rend encore d'immenses services. Contrairement à l'opinion courante, c'est elle qui, bien souvent, permet de fixer sérieusement les cours.

Elle permet de
fixer sérieuse-
ment les cours.

Grâce à un service d'informations très complet, les grandes corporations commerciales arrivent à se faire une idée d'ensemble à peu près exacte de la production mondiale de chaque marchandise. Les

affiliés peuvent consulter les statistiques donnant la quantité des terres ensemencées et les conditions de la récolte ; elles sont chaque jour affichées dans les halls. Avec ces données, et en les comparant au total de la consommation probable, chacun se fait, suivant la plus ou moins grande justesse de ses déductions et la rapidité de son coup d'œil, une idée de ce que doit être le prix normal moyen pour l'année suivante. La cote est-elle momentanément au-dessus de ce cours, le spéculateur devient baissier ; est-elle au-dessous, le spéculateur est un haussier.

En effet, si la cote est au-dessus de ce prix normal, le spéculateur s'attend à ce que le jeu naturel de la loi de l'offre et de la demande amène la baisse ; dès lors, il vendra à découvert sur l'époque à laquelle, selon lui, le mouvement attendu se sera produit. Un marché en disponible lui laissera alors une différence en sa faveur. S'il est haussier, au contraire il fera l'opération inverse.

Mais cette conception du prix normal n'est pas aussi stable qu'il semblerait ressortir de ce premier exposé. Avant la récolte, déjà les nouvelles de chaque jour viennent changer la quantité du stock probable, quelquefois même bouleverser toutes les prévisions. Puis plus tard, ce sont les erreurs de statistique, que les arrivages plus ou moins nombreux viennent

corriger dans un sens ou dans l'autre. S'il s'agit de matières premières industrielles, il faut ensuite tenir compte de la qualité, du rendement qui peut être bien différent de celui qu'on attendait. Et durant tout le cours de l'année, la dernière donnée, celle de la demande sur le marché, peut varier dans des proportions considérables, quelquefois sans raisons apparentes. Aussi, à tout instant, le spéculateur se croit-il forcé de retourner ses positions. Haussier aujourd'hui sur un cours, peut-être sera-t-il baissier dans un mois sur une cote analogue, parce qu'un télégramme du pays de production lui sera parvenu, qu'une maison aura perdu pied et lâché ses positions, que de grosses commandes auront été transmises, etc.

En un mot, le spéculateur doit-être à l'affût de toutes les nouvelles ; de la rapidité et de la sûreté de son coup d'œil dépendent sa fortune ou sa ruine.

Le rôle social de la spéculation ressortira pleinement de l'étude des différentes hypothèses où elle est le plus spécialement appelée à intervenir.

Supposons que pour une raison quelconque, la demande vienne à augmenter sur le marché. Les cours ont dès lors tendance à monter, et pour peu que le mouvement s'accroisse, certains commerçants s'effrayent ; ils s'imaginent qu'ils vont bientôt payer des prix exorbitants, et veulent de suite s'assurer

1^{re} hypothèse.

leur marchandise. Ils se portent acheteurs, viennent augmenter encore la demande ; à cause d'eux donc le mouvement de hausse s'accroît, et c'est peut-être la panique. Mais heureusement le spéculateur intervient, il essaie de distinguer, grâce à ses connaissances spéciales, ce qu'il y a de fondé dans ce mouvement ; il s'enquiert de l'importance réelle de la consommation, indépendamment de la demande, qui peut être disproportionnée au chiffre exact des affaires. Jugeant alors que la hausse est trop poussée et qu'elle ne peut tenir, il se porte vendeur à découvert, augmente l'offre, et pour peu que le groupe dont il fait partie soit compact, le mouvement de panique est enrayé, le sang-froid renaît, et chacun s'aperçoit qu'il s'était effrayé à tort. Quant au spéculateur, au moment de faire la livraison, il se rachète sur place et touche de belles différences. Il peut encore, s'il le juge préférable, se couvrir ailleurs, et faire alors une opération d'arbitrage de place en place, avec transport de marchandises.

2^{me} hypothèse. Mais plus fréquent est peut-être le cas inverse : Les affaires sont dans une période de stagnation, les stocks s'accumulent en magasin. Les commerçants voient de ce fait leur crédit se restreindre chez les banquiers. Les grandes maisons solides continuent sans doute à fabriquer et à faire du stock,

mais les petites sont obligées de vendre immédiatement une partie de leurs produits, même si elles considèrent une reprise prochaine comme inévitable. Elles sont donc forcées de subir les conditions draconiennes de leurs clients, qui ne consentent à acheter qu'avec un gros rabais des marchandises, dont ils sont sûrs de ne pas trouver immédiatement l'emploi.

Mais ici encore les spéculateurs interviennent, si les statistiques prouvent que cette stagnation ne peut durer. Ils se portent acheteurs, empêchent la dépréciation complète de la marchandise et sont un obstacle à la ruine des petites maisons. Les vendeurs, trouvant de nouveau une contrepartie, reprennent confiance, les cours se relèvent, la reprise prévue se produit, et bientôt les spéculateurs eux-mêmes peuvent revendre avec bénéfice le stock dont ils se sont chargés.

En agissant ainsi, la spéculation rend le plus grand service à la société, car elle assure la régularité des cours. L'observation déjà faite pour le report doit être reproduite ici. On ne peut, en effet, mieux comparer son rôle qu'à celui des grands lacs traversés par un fleuve ; ils empêchent à certains moments les inondations, et l'été, peu à peu, rendent au courant l'eau qu'ils lui ont empruntée au moment des crues exagérées. Comme salaire

des services qu'elle rend, la spéculation touche parfois d'énormes bénéfices, mais il faut bien remarquer qu'ils ne sont jamais que proportionnés aux services rendus, puisqu'ils naissent précisément de l'écart anormal qu'elle est parvenue à corriger.

Qualités du spé-
culateur.

Mais ce rôle pondérateur ne peut être que le résultat d'une compétence absolue, d'une connaissance exacte de toutes les données exposées plus haut, d'une clairvoyance irréprochable, d'une honnêteté absolue et surtout d'une grande promptitude de jugement. En un mot, le métier de spéculateur ne peut être exercé que par une élite, joignant à une grande valeur intellectuelle, les remarquables qualités d'ordre pratique qui font « l'homme d'affaires » type.

Advienne en effet une erreur un peu grave dans cette prévision des cours, et aussitôt le spéculateur, d'utile qu'il était devient pour la société la cause de pires désastres, au milieu desquels, première victime de son erreur, il sombrera avec sa fortune, peut-être le résultat de longues années d'infatigable labeur.

V. — Jeu. — Agiotage.

Mais cette compétence spéciale, tous ceux qui font des opérations à la Bourse la possèdent-ils? N'y rencontre-t-on pas, à côté de véritables professionnels, de vulgaires joueurs n'ayant jamais vu une balle de la marchandise sur laquelle ils prétendent opérer : bouchers, épiciers, domestiques ou autres, qui sur le conseil d'un financier véreux, ou d'un adroit filou, agissent en aveugles, exposent tout leur avoir et se vouent à la ruine, qui un jour ou l'autre doit les atteindre infailliblement.

En quoi il diffère du joueur.

Nous avons soutenu la cause de la spéculation, mais nous ne présenterons aucune excuse pour la défense de cette dernière catégorie d'opérateurs qui, moutons de Panurge, se précipitant sans raison dans un sens ou dans l'autre, ne peuvent que jeter la perturbation sur le marché.

Les adversaires du marché à terme concentrent principalement sur ce point les objections qu'ils font contre cette institution : c'est grâce à lui, disent-ils, que nous voyons la passion du jeu envahir toutes les classes de la société ; ce ne sont plus seulement les personnes riches qui prennent position sur le marché, mais celui qui dispose du plus petit capital y trouve désormais

accès. En effet, pour jouer, il n'est pas nécessaire de pouvoir payer le stock sur lequel on s'engage, mais simplement de verser la couverture insignifiante dont certaines maisons spéciales se contentent. Aussi nous voyons se laisser entraîner au jeu la foule de ceux qui, partout et toujours, cherchent l'occasion de réaliser une fortune promptement et sans efforts. C'est ainsi que pour certaines marchandises d'innombrables joueurs se précipitent sur les mouvements de hausse ou de baisse, pour les accentuer sans raison, et troubler le jeu normal de la loi de l'offre et de la demande. Grâce à ces derniers, le marché est sans cesse bouleversé, et la plus grande incertitude règne dans les affaires.

Mais avant de songer à écarter le joueur, il faut le reconnaître. Comment ?

Certains ont proposé de prendre comme criterium l'intention de gagner une différence et de ne point prendre livraison effective des marchandises. Remarquons en passant que ce système est entièrement basé sur la recherche d'un délit d'intention dont la preuve serait presque toujours impossible.

Mais, d'ailleurs, nous venons de voir plus haut que rien dans cette intention même ne peut être l'indice d'un acte blâmable au point de vue économique. Cette prétendue distinction tendrait, en effet, à confondre le spéculateur sérieux, dont nous

avons entrepris de démontrer l'utilité, avec le simple joueur seul coupable. Qu'importe, en effet, que le spéculateur prenne ou non livraison, si sa demande ou son offre primitive a permis de fixer le cours du terme, d'une façon plus conforme au prix moyen du disponible dans le cours de l'année ? C'est là, en effet, le seul point essentiel.

Ce procédé aurait d'ailleurs l'immense inconvénient de rendre impossibles toutes les opérations en couverture, dont nous avons signalé plus haut les avantages incontestables. Ce n'est donc pas là qu'il faut chercher le vrai criterium. D'autres, mieux inspirés, ont proposé de se baser sur la qualité de l'opérateur. N'est-ce pas de ce côté qu'il faut chercher la véritable solution ? C'est un point sur lequel nous reviendrons avec l'étude des caisses de liquidation, et nous verrons ainsi comment, en suivant cette méthode, certaines d'entre elles sont parvenues à débarrasser le marché, du moins dans une très forte proportion, des parasites qui l'encombraient.

CHAPITRE III

CRITIQUE DU MARCHÉ A TERME

I. — On lui reproche de faciliter l'agiotage et les accaparements.

Mal causé par
ces genres de ma-
nœuvres.

Si nous avons défendu, en principe, l'utilité de la spéculation, il ne s'en suit pas que nous trouvions exempts de reproches tous les actes de ceux qui s'y livrent. Le rôle de la spéculation est, en effet, de ramener les cours à leur taux normal ; donc, chaque fois qu'un spéculateur, au contraire, tâche de les en écarter par une manœuvre plus ou moins avouable, il commet un acte néfaste au point de vue social.

Son intervention devient alors beaucoup plus nuisible même que celle du simple joueur, car en prenant sa position, ce dernier n'a d'autre intention que de se mettre à la merci des événements ; il ne

prétend, en aucune façon, régenter les cours, et ce sera simplement l'état du marché qui, au moment de la liquidation, fixera son sort ; tandis que le spéculateur, dans le second cas, prétend faire lui-même la hausse ou la baisse qui doit lui être favorable. Sa situation est, dès lors, entièrement assimilable à celle du voleur.

Au premier rang, nous devons citer les fausses nouvelles lancées sur le marché, afin d'obtenir le mouvement désiré par leurs auteurs. On les désigne généralement par le terme « bruit de Bourse », et ce seul mot suffit à indiquer combien sont fréquents les agiotages de ce genre.

Au second rang, viennent les accaparements. Tout accapareur doit être considéré comme un ennemi. Car, tandis que le spéculateur rend service au commerce en facilitant la stabilité et la vérité des cours, l'accapareur ne cherche au contraire qu'à les fausser en entravant le jeu normal de la loi de l'offre et de la demande. En effet, d'abord en se portant acheteur de quantités énormes, il trouble le marché, et tend à faire monter les cours absolument sans raison, puis plus tard, lorsqu'il juge son stock suffisant, il le retient et ne consent à le céder qu'avec une forte majoration des prix. Le bénéfice qu'il réalise ainsi est illicite à tout point de vue, puisqu'il ne répond à aucun service rendu ; c'est la

mise en coupe réglée des commerçants et des consommateurs.

Peut-être conviendrait-il de faire ici l'exposé des grands trusts, qui se sont formés pendant ces dernières années dans les diverses parties de l'industrie, mais cela sortirait du cadre restreint de ce travail. Il est cependant un point sur lequel nous devons nous étendre.

On reproche aux marchés à terme de faciliter l'agiotage et l'accaparement ? Cette objection est-elle bien fondée ?

L'accapareur et
les marchés à
terme.

Sans doute la formation de grands marchés où affluent toutes les marchandises d'une région, où une différence minime, offerte au-dessus des cours, met immédiatement l'opérateur en présence de contre-parties nombreuses, capables de fournir toutes les quantités désirées, si grandes soient-elles, facilite le jeu de l'accapareur.

Il n'en est plus aux temps où il devait sillonner les campagnes en tous sens, visiter les plus petits marchés et offrir des prix très largement rémunérateurs, pour décider les détenteurs de la marchandise à s'en dessaisir. Mais cette facilité est bien largement compensée d'autre part par les difficultés presque toujours insurmontables, que l'organisation moderne de marchés à terme est venue opposer à la complète réalisation de ses projets.

Sans les marchés à terme, le possesseur d'une très grande fortune peut parvenir, dans certains cas, à faire le vide dans une région déterminée. Le mécanisme même du marché ne peut lui opposer aucun adversaire sérieux. Un autre spéculateur n'ose pas faire des commandes dans une région différente, car, ne pouvant d'avance s'assurer un prix, il a à sa charge les risques considérables de baisse subite pendant la durée du transport; et ceci d'autant plus qu'il sait ne pouvoir compter, pour trouver un bénéfice dans cette opération, que sur une hausse momentanée toute factice, due exclusivement aux agissements d'un accapareur.

Il ne peut non plus trouver un ennemi bien sérieux dans les détenteurs réels de la marchandise, qui pourraient refuser de la lui vendre, car ces derniers ont le même intérêt que lui à forcer les cours. Ce ne sera pas la gêne qui les forcera plus tard à vendre à la baisse, car ils auraient préféré céder leur stock à l'accapareur lui-même, qui consentait à le leur payer cher. Les détenteurs seront donc, dans ce cas, de petits accapareurs chacun dans sa sphère, ou tout au moins des alliés tacites de celui qui prétend faire les cours. L'étroitesse du marché les engage, en effet, à se ranger de son côté.

Mais, depuis l'institution des marchés à terme, la situation est bien changée. Les cours des diffé-

rentes places sont intimement liés entre eux. A peine l'accapareur est-il parvenu à produire un mouvement de hausse sur la place où il opère, qu'aussitôt les spéculateurs par des arbitrages font affluer la marchandise de toutes les contrées voisines, et cela sans aucun risque pour eux désormais. Ce n'est donc plus sur la production d'une province que l'on peut opérer, ce qu'il faut accaparer c'est le stock entier. Il convient cependant de faire une réserve pour les marchandises soumises à des tarifs douaniers.

Il est absolument évident qu'une fortune individuelle ne suffit plus à réaliser le résultat cherché ; c'est donc par voie de syndicats que tous les accapareurs sont obligés d'opérer.

A peine la campagne est-elle commencée, que tous les spéculateurs étrangers à l'opération se liguent contre le syndicat. La hausse leur offre le moyen de réaliser à coup sûr de gros bénéfices, et le syndicat est obligé d'acheter à terme, et de se mettre sur les bras une quantité considérable de marchandises. Grâce au téléphone et au télégraphe, des ordres sont envoyés aux antipodes, et bientôt les arrivages énormes se succèdent, joints à l'apparition soudaine des stocks dits invisibles.

Les détenteurs locaux eux-mêmes, loin d'être comme autrefois les alliés naturels des accapareurs,

contribuent pour leur part à les faire tomber. Ils comprennent vite que cette hausse exagérée ne peut durer, et, au moment même où les adversaires du syndicat parviennent à arrêter la marche ascensionnelle des cours, voyant clairement que ce sont les baissiers qui, logiquement, doivent avoir raison, ils s'effrayent, jettent sur le marché toute leur marchandise et précipitent la chute des cours.

L'expérience vient d'ailleurs confirmer ces déductions. Il suffit de rappeler l'histoire du syndicat des cuivres, pour faire comprendre que, même avec un capital énorme, il est presque impossible de réaliser un accaparement. Excités par les prix plus rémunérateurs et sûrs de trouver preneurs sur le marché, les producteurs doublent et triplent le chiffre de leurs affaires, du moins après un certain laps de temps. Si l'accapareur parvient effectivement à produire la hausse et fait un moment des ventes avantageuses, cette situation ne peut jamais durer assez longtemps pour lui permettre d'écouler avec bénéfices le stock énorme dont il a dû se charger au début des opérations.

Au bout de six mois ou d'un an, les producteurs sont, en effet, parvenus dans bien des cas, à mettre leur exploitation en état d'inonder le marché. Seule une entente avec eux rendrait dès lors possible la continuation des opérations. Or cette entente est-

elle toujours réalisable? Le syndicat des cuivres a fait la triste expérience du contraire. D'ailleurs il ne s'agirait plus, dès lors, d'un syndicat de spéculateurs proprement dit mais bien d'un trust, d'un syndicat d'industriels, avec lequel les marchés à terme n'auraient plus rien à voir.

Accapareurs et
vendeurs à dé-
couvert.

Mais ce n'est pas seulement contre les arbitragistes que l'accapareur doit lutter; il trouve peut-être ses plus dangereux ennemis dans les simples opérateurs à découvert. Constatant la hausse des cours, et la sachant factice, beaucoup de spéculateurs, s'attendant à la ruine du syndicat, vendent bientôt à découvert des quantités considérables. Ils le forcent ainsi à se porter acheteur de stocks nouveaux. C'est, dès lors, la lutte à mort entre les deux groupes. Tombera celui qui le premier ne pourra plus se porter contre-partie pour toutes les opérations que l'autre lui proposera : en un mot, celui qui disposera du moindre capital. Si le syndicat achète toujours, la hausse continue, et les baissiers, le jour de la liquidation, sont obligés de se racheter en payant de grosses différences, rançon, en quelque sorte, que leur impose le syndicat accapareur.

Mais une première coalition étant battue, une autre se formera, l'enjeu de la partie est trop beau pour qu'elle soit si facilement abandonnée. Et le résultat final, fatal, ce sera la ruine du syndicat.

Il arrive, en effet, forcément un jour où celui-ci, à bout de crédit, est obligé d'abandonner la lutte, incapable d'absorber toutes les quantités offertes. C'est alors la baisse, et le jour de liquidation l'accapareur devra, à son tour, passer par les dures exigences de ses vainqueurs.

Ce jour-là sera celui de sa ruine, et de la fortune pour ceux qui en auront débarrassé le marché. C'est d'ailleurs ainsi que se sont terminées toutes les tentatives d'accaparement.

Mais, malheureusement, pendant leur courte existence, ces syndicats ont accompli déjà beaucoup de mal, et en tombant ils entraînent toujours dans leur ruine un grand nombre d'innocentes victimes.

A ces ruines, il convient d'ailleurs d'ajouter celles qui sont les conséquences indirectes de leurs agissements.

Grâce à la hausse des cours, la production de la marchandise a en effet été beaucoup poussée, tandis que la consommation s'est restreinte. L'accapareur, en tombant, laisse d'autre part un énorme stock sur le marché. Les prix subitement s'effondrent et, au lieu de passer à la normale, ils s'aviussent. Pendant des mois, des années peut-être, les producteurs ne peuvent plus écouler leurs marchandises, ils sont obligés de limiter leurs entreprises, de diminuer leur personnel ; pour tous, c'est

la gêne, pour les moins solides c'est peut-être la faillite.

Aussi, nous sommes loin de considérer la situation actuelle comme pleinement satisfaisante; mais nous mentionnerons plus loin un autre remède encore peu appliqué mais susceptible cependant de donner des résultats beaucoup plus complets, parce qu'il étouffe le mal dans sa source en arrêtant les accapareurs avant même que leur opération ait pris forme.

Mais, si imparfait soit-il, il faut encore tenir compte du grand service rendu dès aujourd'hui par les opérations à terme qui, seules, permettent, quoique déjà bien tard, de débarrasser le marché de ceux qui prétendent l'exploiter. Seules, en effet, elles permettent aux vainqueurs de jeter sur la place les stocks énormes capables d'arrêter définitivement la marche du syndicat.

On critique parfois les bénéfices considérables réalisés en quelques jours par les vainqueurs de la lutte. C'est en effet dans leurs mains que passent tout à coup les immenses capitaux du syndicat; et cependant il est impossible de taxer ces différences d'injustice ou d'immoralité, parce qu'elles ne sont que le juste prix des risques assumés, ainsi que du service rendu à la société.

Voici envisagée, sans parti-pris, la situation faite

aux accapareurs par les grands marchés à terme modernes. Comme nous l'avons vu, en s'adonnant à ce genre d'opérations, ils creusent eux-mêmes le précipice où fatalement, logiquement, ils doivent un jour être entraînés par la force même des lois économiques qu'ils veulent violer. Déjà nombreux sont les antécédents qui avertissent clairement ceux qui voudraient tenter une opération de ce genre. Mais, malgré ces éloquents exemples, ne se rencontrera-t-il plus de gens assez insensés pour les entreprendre? Ceci semble peu probable; les imprudents, que leur tempérament pousse à ce genre d'aventures, croient toujours avoir découvert, dans la conduite de leurs prédécesseurs, la faute qui a été seule cause de leur ruine. Cette faute, ils l'éviteront et la fortune leur sourira. Ils ne s'aperçoivent pas que l'erreur réelle, la seule en somme, est dans le principe même de l'opération, et que tous sont tombés écrasés irrésistiblement par le jeu même de lois immuables, dont ils avaient eu la folie de prétendre arrêter l'action.

Contre ces nouvelles tentatives, il convient donc de protéger, sinon la fortune de ceux qui s'y engageraient, du moins celle des infortunés qui, comme nous l'avons démontré, en seraient les innocentes victimes.

Mesures à prendre contre de nouvelles tentatives.

Pour obtenir ces résultats, bien des propositions

ont été faites. Les lois de beaucoup de pays prohibent les accaparements. Nous avons, en France, un article spécial du Code pénal émettant une sanction grave chaque fois que sera constatée une entente en vue de faire monter les prix, entente qui aura été suivie d'effet. La loi émet aussi la sanction civile de l'annulation pour toutes les conventions passées dans ce but. Mais ces moyens sont, la plupart du temps, bien insuffisants ; outre que la preuve du délit est toujours très difficile, ils ont le tort de n'être applicables que lorsque le mouvement des cours a été réalisé, c'est-à-dire lorsque le mal a été fait.

Ce qu'il faudrait trouver, c'est un remède préventif. Celui-là seul est capable d'obvier au danger.

Nous verrons plus loin comment un procédé de ce genre, toujours inapplicable dans les conditions ordinaires de fonctionnement de la plupart des Bourses de commerce, peut être assez facilement mis en œuvre, au contraire, sur les places munies d'une caisse de liquidation bien organisée. Nous en reportons donc plus loin l'étude.

II. — Les opérations à terme ne sont que des marchés fictifs.

Certaines personnes taxent les opérations à terme de marchés fictifs; elles entendent par là des opérations qui ne répondent à rien, purs actes de jeu, dans lesquels l'acheteur n'a aucune intention de lever, le vendeur de livrer la marchandise. Ces opérations seraient entièrement assimilables à des paris.

Il n'y a pas de marchés fictifs passés dans les Bourses.

Il se peut que des actes de ce genre se passent sur les différentes places de commerce, mais ce n'est du moins certainement pas à la Bourse. Nous entreprendrons, en effet, de démontrer qu'ils ne peuvent être traités que dans des maisons de jeu proprement dites, dont les boutiques se tiennent aux environs des Bourses. Jamais un intermédiaire accrédité au marché à terme ne consentira à passer un ordre dans ces conditions.

Dans toute opération faite par l'entremise d'un courtier, l'acheteur s'engage formellement à prendre livraison de la marchandise et à en payer le prix, de même que le vendeur s'engage à la livrer. Sans doute, l'un et l'autre sont libres de couvrir leur première opération par une seconde en sens inverse, mais cette dernière n'enlève absolument rien au caractère de l'opération originale, pas plus qu'un

commerçant ne change ses obligations vis-à-vis de son propre vendeur en revendant à un tiers ce qu'il a acheté. Les deux contrats peuvent être liés, sans doute dans l'intention de l'opérateur, mais ils n'en conservent pas moins chacun leur individualité absolue.

Preuve.

Supposons, par exemple, qu'un commerçant ait un jour l'intention de faire une opération de jeu ; il achète à terme, puis, pour une raison quelconque, il néglige de faire avant l'échéance l'opération inverse. A la date fixée il recevra certainement sa marchandise. Malgré son affirmation qu'il n'avait que l'intention de régler par différences, il n'en sera pas moins tenu d'en prendre livraison et d'en payer le prix. Ceux qui parlent si facilement de marchés fictifs n'ont qu'à tenter cette petite expérience, nous ne doutons pas qu'une seule tentative ne suffise à bouleverser complètement leurs conceptions.

Il est donc certain qu'on ne fait pas de marchés fictifs dans les Bourses de commerce. Quant aux maisons de jeu qui peuvent exister dans des locaux privés, elles n'ont rien de commun avec l'institution des marchés à terme. Ce sont des organismes absolument indépendants, qui devraient être supprimés à l'égal de tous les établissements se prêtant aux opérations de hasard.

Certains ne sont cependant pas encore absolument convaincus. Les opérations qui se font au marché à terme roulent sur un chiffre d'affaires beaucoup plus considérable que les affaires en disponible. Ils en concluent que beaucoup d'opérations à terme ne sont au fond que des opérations de jeu, mais empruntant les apparences d'affaires sérieuses. Si l'on suit d'ailleurs de près les agissements des clients les plus assidus, on peut constater qu'ils vendent et rachètent beaucoup plus de marchandises qu'ils n'en prennent réellement à charge; les chiffres sont d'ailleurs absolument invraisemblables si on les compare au mouvement réel de leurs affaires.

Pourquoi beaucoup d'affaires se liquident par compensation?

Un négociant peut cependant être parfaitement amené par la situation même de sa maison à vendre et à acheter plusieurs fois un même stock qu'il se propose de mettre en œuvre.

Les exemples suivants le prouvent d'ailleurs abondamment. Ils sont empruntés à un rapport présenté sur cette question à la Société d'Économie politique.

Le fabricant de sucre ou d'alcool qui passe, dès le mois de mars, ses contrats de betterave, ne peut pas songer à se mettre à couvert par un marché à terme à la consommation. Ce serait, le plus souvent, impraticable et les acheteurs imposeraient des conditions qui le mettraient en perte.

Mais il y a heureusement ce marché à terme de Paris, où en un instant il peut vendre les milliers de sacs de sucre, ou les centaines de pipes d'alcool qu'il juge nécessaires pour se mettre à couvert.

A partir du mois d'octobre le fabricant va donc envoyer ses marchandises à Paris, pour exécuter les ventes qu'il a faites en couverture. De grosses quantités sont effectivement livrées, puisque le stock s'est élevé, en 1897, à 3.356.746 sacs, et qu'à fin de campagne il y en avait encore 1.300.000.

Mais après cette opération, le fabricant ne pourra-t-il pas voir ses sucres prendre la route de l'exportation à un moment donné ? Faudra-t-il, soit parce qu'on lui paie une prime sur le cours de Paris, parce que son sucre est supérieur au type, soit parce qu'on veut éviter les frais de transport en envoyant directement les sucres de la sucrerie au port d'embarquement ou à la consommation, que le fabricant en perde le bénéfice, parce qu'il s'est couvert à Paris ? Mais non, il va racheter à Paris la quantité qu'on lui prend pour l'exportation ou la consommation directe.

Il va donc y avoir deux marchés, l'un de vente l'autre de rachat, qui vont se solder par une différence.

Voilà encore pour nos définisseurs, conclut le rapporteur, un marché fictif. Rien n'est plus légitime cependant.

Autre exemple. — Un arbitragiste achète sur telle place et vend sur telle autre des marchandises livrables dans deux ou trois mois. Qu'une réaction se produise entre le moment où les contrats sont passés et celui où l'on songera à l'expédition des marchandises, et une couverture par une vente, et un achat s'imposera sur chaque marché. Tout déplacement de marchandises serait, dans une telle circonstance, non-seulement une maladresse dont le négociant supporterait personnellement les conséquences, en évitant de réaliser un nouveau bénéfice, mais une faute au point de vue économique : il déterminerait une fluctuation des cours et rendrait nécessaire l'intervention d'une autre personne pour rétablir l'équilibre rompu.

Autre exemple. — Une situation bizarre *a priori* se présente quelquefois sur les marchés à terme. Un opérateur vend d'abord sur un mois, rachète, revend et, finalement, se couvre par un nouvel achat toujours sur la même époque. Ici, le fait est évident, dit-on, l'opérateur n'a eu comme but que la spéculation pure.

Voici, cependant, ce qui a pu se passer : Un commerçant achète une grande quantité de marchandises dans un pays de production très éloigné. Pour se couvrir de suite, comme il est exposé plus haut, il vend aussitôt tout son stock au terme. Une

hausse survient alors et tout fait croire au commerçant qu'elle s'accroîtra.

Il couvre donc la vente à terme qu'il a faite par un achat sur la même date. La première opération se trouve ainsi annulée, et la différence qu'il a dû verser, sera compensée par un supplément de prix touché sur la marchandise.

La cote continue à monter et atteint un taux qui semble, à l'importateur, plus que largement rémunérateur. Voulant alors limiter ses risques et, par crainte d'un écrasement des cours, il revend sa cargaison.

Mais, à l'arrivée au port, il s'aperçoit que cette dernière est de qualité supérieure et qu'il peut espérer trouver au comptant un prix supérieur à celui que lui donnerait le marché à terme. Il agit alors sagement en compensant sa vente au terme par un achat sur le même mois. Il réglera par différences et vendra ensuite son stock à tel négociant qui lui offrira un bon prix.

Le négociant, dans ce cas, n'est donc pas un joueur, mais bien un simple commerçant prudent, tenant à limiter ses risques lorsqu'il les trouve trop considérables.

Mais, malheureusement, si des faits de ce genre se rencontrent chaque jour, il en est beaucoup d'autres qui ne présentent pas les mêmes carac-

tères. Aussi, ces exemples n'ont été cités que pour prouver qu'en une matière aussi délicate la plus grande prudence s'imposait et qu'il fallait s'abstenir avant tout des jugements *a priori*.

Mais maintenant est venu le moment d'avouer que, quoique bien difficilement reconnaissables à première vue, les actes de jeu déguisés, sous une apparence d'affaires sérieuses, sont en réalité très fréquents dans la plupart des marchés à terme. Laissé à ses propres forces, le marché restera malheureusement désarmé contre ces fausses opérations, mais, comme nous l'avons déjà signalé, la situation change complètement le jour où une caisse de liquidation fonctionne normalement; et nous aurons l'occasion de le prouver dans le cours de nos développements.

III. — Les étranglements.

Les adversaires même les plus acharnés du terme reconnaissent assez facilement que les essais d'accaparement, quoique facilités, selon eux, par l'existence de ces marchés, sont, en fait, assez rares. Mais ce dont ils se plaignent chaque jour, c'est de voir les variations incessantes des cours, les oscillations désordonnées qui sont la résultante des agissements des spéculateurs. Il s'agirait, non plus

En quoi consiste l'étranglement.

du grand fléau qui vient d'être décrit, mais, en quelque sorte, d'un de ses diminutifs, réalisant des résultats analogues quoique sur une échelle beaucoup moins vaste.

Ici les spéculateurs, au lieu de tenter l'accaparement complet d'une marchandise, essaieraient seulement de faire le vide, à un moment donné, sur la place où ils opèrent, et profiteraient de cet instant pour écouler leur stock avec certains bénéfices.

Il existe, en effet, un coup de bourse assez facile à réaliser parce que, ses effets étant subits, les opérations d'arbitrage n'ont pas le temps d'entrer en jeu. C'est l'étranglement d'un mois.

Nous savons que dans toutes les Bourses les opérations se font sur des types déterminés. Or, surtout quand ces derniers sont étroitement fixés, il peut arriver qu'un groupe de spéculateurs se porte acheteur sur un mois d'une quantité supérieure à celle qui sera effectivement disponible à cette époque. Rien de dangereux en soi dans cette opération, car ceux qui n'ont pas la marchandise n'ont qu'à la faire venir de l'extérieur. Mais quelquefois les vendeurs peu méfiants ne s'aperçoivent pas de la situation qui est à la veille de surgir. Ils comptent simplement se racheter au dernier moment, et liquider par compensation. Mais les acheteurs

refusent tout à coup de céder leur position, et exigent la livraison effective. C'est alors un affolement général. Les vendeurs à découvert, ne pouvant faire venir en temps utile les marchandises qui leur manquent, sont pris dans une sorte de souricière, et obligés de passer par toutes les conditions que les acheteurs veulent bien leur imposer. On voit ainsi parfois dans les fins de mois les cours osciller dans des proportions considérables, et les malheureux vendeurs à découvert payer des différences énormes.

Il est exact que ces faits sont la conséquence directe de la liberté des ventes à découvert. Il ne s'en suit pas cependant que le mal soit sans remède, mais c'est encore dans les règlements d'une caisse de liquidation qu'il faut le chercher. C'est donc une nouvelle question sur laquelle nous devons revenir, quand nous exposerons les bienfaits que peut procurer cet organisme.

IV. — Les contreparties.

En continuant à parcourir la liste des griefs opposés aux marchés à terme, nous en arrivons à la question des courtiers. Les reproches qu'on leur fait sont de deux ordres. Nous parlerons d'abord de ceux qui concernent le rôle que certains d'entre eux tiennent parfois à l'égard de leurs

Les courtiers qui font la contrepartie de leurs clients.

clients. Ils se porteraient eux-mêmes contrepartie au lieu d'exécuter correctement le mandat qu'ils ont reçu.

Il ne s'agit pas ici de savoir si, en réalité, cette façon d'opérer est assez fréquente, mais simplement d'étudier les inconvénients qui pourraient en résulter pour les opérateurs, et quelles mesures on pourrait prendre pour empêcher semblables faits de se produire.

Il ne peut être d'abord question d'interdire, d'une façon absolue, à l'intermédiaire de jouer le rôle de contrepartie vis-à-vis de son client, car il existe des cas où il est nécessaire qu'il agisse de cette façon.

Sans doute, entre joueurs, on peut proposer et accepter une affaire sur n'importe quel mois, mais entre industriels et commerçants qui ne se laissent guider que par les nécessités de leurs affaires, il n'en est plus de même. Il se peut très bien qu'un fabricant, désirant s'assurer à la baisse sur tel ou tel mois, ne trouve pas parmi les négociants celui qui pourrait lui servir de contrepartie. Dans ce cas, il est utile que l'intermédiaire prenne pour lui l'opération, la divise, et la répartisse entre les opérateurs de la place qui consentent à assumer une partie des risques qu'elle comporte.

Nous ne pouvons mieux faire pour exposer clairement cette idée que citer les exemples mêmes

rapportés par M. Loiseau dans son brillant article sur les marchés à terme (1).

L'industriel a souvent besoin de traiter sur une époque non cotée ou enjambant sur deux autres, et dans ce cas si le courtier ne peut faire la contrepartie, l'ordre est inexécutable.

Un distillateur achète d'un cultivateur des flegmes d'alcool livrables par tiers sur octobre, novembre et décembre à l'écart de la cote, par conséquent dont le prix ne pourra être fixé qu'ultérieurement. Il donne l'ordre à son courtier, pour obtenir dès maintenant un prix ferme, de lui acheter la même quantité d'alcool sur le marché de Paris. Le courtier ne pouvant trouver les trois d'octobre, doit acheter les quatre de septembre, qui se traitent couramment et donner les trois d'octobre à son client, garder pour lui et revendre le septembre. Il est inutile de prouver qu'en agissant ainsi il aura l'approbation complète de son client.

Exemples.

Autre exemple. — Un meunier vendant de la farine en boulangerie livrable sur les douze mois suivants, cherche naturellement à se couvrir sur le marché à terme, faute de trouver l'agriculteur disposé à lui vendre à livrer ; il donne l'ordre à son courtier de lui acheter des blés livrables sur les quatre mois de septembre, et sur les quatre pre-

(1) *Revue politique et parlementaire*, décembre 1900.

miers mois de l'année suivante. Or les quatre premiers mois de l'année suivante ne sont pas alors cotés. Que fera le courtier ? Il achètera une quantité double sur les quatre de septembre, et vendra à son client les premiers mois à un prix le couvrant des frais nécessités par la conservation de la marchandise durant les quatre mois qui suivent.

Il ne peut donc être question de défendre, d'une façon absolue, la contre-partie. Mais une condition du moins doit être toujours exigée : c'est que le client soit averti de sa situation.

Insuffisance de
la sanction légale.

Dans le cas contraire, ce dernier aurait le droit de faire annuler le marché. En effet, le courtier doit être considéré comme un mandataire soumis à toutes les règles qui régissent cette matière. Or, un mandataire ne peut obliger le mandant, que dans la limite même des ordres qu'il a reçus. Ce dernier pourrait de plus, dans ce cas, être tenu de dommages-intérêts.

Il ne s'agit pas d'ailleurs seulement d'une discussion purement théorique. L'opérateur a un intérêt très direct à ce que les affaires se traitent régulièrement. Il lui importe essentiellement que son courtier soit absolument désintéressé dans l'opération qu'il passe; car alors seulement ce dernier pourra donner (ce qui est d'un usage courant en Bourse) des conseils qui seront l'exacte traduction de ses prévisions.

Si, au contraire, le courtier remplit le rôle de contrepartie, il est peu probable que ses avis soient empreints d'une sincérité absolue, puisque leur premier effet, dans ce cas, serait de le mettre en perte si le client les suivait.

Mais si le client connaît sa situation, l'inconvénient sera négligeable, puisqu'il saura quel compte tenir de conseils par principe intéressés.

Nous verrons plus loin comment certaines caisses de liquidation sont parvenues à remédier aux abus qui peuvent se produire. Contentons-nous de faire remarquer ici, que cette pratique favorise sensiblement l'emploi de manœuvres dolosives et permet de masquer les opérations fictives, dont il a été question plus haut. Pratiquement, en France il paraît que, malgré les défenses de la loi, certains courtiers font parfois de la contrepartie, ce qui devient une cause de perpétuel conflit entre leurs devoirs professionnels et leurs intérêts personnels.

C'est la loi de 1866 qui règle actuellement cette matière; mais la sanction qu'elle prescrit, ne peut pratiquement s'appliquer, car dans les cas ordinaires il est impossible, pour le client, de vérifier si réellement le courtier l'a mis en présence d'un tiers, celui-ci pouvant toujours se retrancher derrière le secret professionnel.

Une solution consisterait à former une chambre

Solutions proposées.

syndicale chargée de les surveiller; mais nous croyons que le règlement sévère d'une caisse de liquidation est de nature à donner aux opérateurs une garantie plus sérieuse.

Remarquons toutefois en passant, que ceux qui sont le plus spécialement exposés à souffrir des fraudes de ce genre, sont les joueurs proprement dits, car les autres opérateurs ou font une affaire de couverture, ou, s'ils sont de vrais spéculateurs, ne se laissent guère influencer par les conseils des intermédiaires dont ils se servent. C'est la classe la moins intéressante qui est particulièrement touchée. La question pourrait donc être passée sous silence si certaines maisons ne remplissaient le rôle de véritables incitateurs au jeu, cherchant chaque jour de nouveaux clients et essayant d'entraîner de plus en plus loin ceux avec qui elles sont entrées en relations. Il importe donc de garantir ces malheureux contre leur propre faiblesse ou tout au moins de prendre la défense des personnes dont ils ont la charge et dont ils font inconsciemment le malheur.

V. — Manque de précision de la cote.

Une autre incertitude non moins grave régnerait encore sur le marché, au dire des adversaires du

terme. Avec la méthode suivie jusqu'à ce jour il serait impossible de déterminer les cours d'une façon précise ; d'où erreurs des plus préjudiciables aux opérateurs, et manœuvres frauduleuses d'intermédiaires peu consciencieux, qui en feraient largement leur profit.

Dans une seule séance de la Bourse les cours subissent des oscillations dont la cote officielle ne peut être forcément que le résumé. Si les personnes qui la font, disent-ils, sont malhonnêtes, elles peuvent très facilement peser dans le sens qui leur est favorable. Des abus et de véritables escroqueries peuvent en être la conséquence : Ce serait par exemple le cas du courtier qui compterait un prix trop fort à son client.

Les deux procédés par lesquels les opérateurs sont volés.

Mais ces inconvénients sont singulièrement amplifiés par ceux qui prétendent s'en faire une arme contre le terme. Il est en effet pratiquement bien difficile de fausser la cote d'une quantité supérieure à l'écart minime qui sépare deux cours. Sur la Bourse, outre les haussiers et les baissiers qui se surveillent sans cesse avec la plus grande attention, il y a toujours parmi les courtiers qui fixent la cote officielle, à la fois des vendeurs et des acheteurs. Aucun de ces groupes ne permettrait que l'autre fit inscrire un cours capable de lui causer préjudice ; aussitôt de nombreuses réclamations s'élèveraient.

Dans ces conditions, toute fraude est, en réalité, pour ainsi dire impossible.

Deux cas cependant peuvent se présenter :

Premier cas.

Dans une période de stagnation où aucune affaire n'est traitée, un courtier qui a reçu un ordre à exécuter au mieux, peut s'entendre avec un compère pour porter un prix différent du cours réel. Dans ce cas, aucune vérification ne sera possible. En effet, l'affaire a été effectivement passée au prix marqué, et aucune trace ne persiste de la fraude. Il faudra même attendre pour rectifier la cote ainsi faussée, qu'une nouvelle affaire ait été passée à un autre prix. Les deux compères pourront donc sans crainte se partager le bénéfice de leur escroquerie.

Mais remarquons de suite que cette hypothèse est bien peu vraisemblable, car elle exige des conditions qui, pratiquement, ne se rencontrent jamais sur un marché aussi actif que le terme.

Deuxième cas.

L'autre cas est beaucoup plus pratique. Il concerne toujours le courtier qui a reçu un ordre à exécuter au mieux. Il fera l'affaire au moment qu'il jugera propice, et inscrira au compte du client le prix le plus défavorable qui ait été pratiqué pendant cette Bourse. Ce procédé est surtout praticable pendant les périodes de spéculation active, où les oscillations des cours pendant une seule séance de la Bourse sont parfois très sensibles. Si le client réclame et demande

à connaître sa contrepartie pour vérifier l'exactitude du cours qu'on lui porte, le courtier lui oppose le secret professionnel, et seule une action en justice reste possible, mais combien aléatoire, sinon tout-à-fait impraticable.

Contre le premier genre d'escroquerie, heureusement très rare, le marché restera toujours sans défense, mais il n'en est pas de même contre cette dernière opération qui, avec l'intervention d'une caisse de liquidation, devient tout-à-fait impossible.

VI. — **Marché à terme et producteurs.**

La question de l'influence des marchés à terme sur le sort des producteurs a été souvent discutée. D'aucuns prétendent que ces institutions sont en partie cause des maux dont souffre l'agriculture et, parmi les ennemis les plus acharnés du terme, nous pourrions d'abord citer les agrariens.

Les marchés à terme pousseraient à la baisse.

Selon eux, en effet, les marchés à terme empêcheraient les cultivateurs de vendre leurs produits à leur véritable prix. Ces derniers seraient toujours forcés, faute de capitaux, de vendre dans les mauvais moments quand les prix sont bas, et les hausses qui surviendraient ensuite tourneraient exclusivement à l'avantage des spéculateurs.

Parlant en effet de l'introduction en France des

marchés à terme, M. Alfred Plaisant regrette vivement (1) cette « inondation désastreuse qui a submergé le commerce, dépeuplé les campagnes, ruiné l'Asie, avili la valeur de l'argent métal, démoralisé le trafic, affamé par moments la Russie, meurtri les Indes, détruit partout et rapidement l'effet du labeur quotidien. Cette invention a en effet semé la mort sous un double aspect, la mort physique et la mort morale, sur toutes les contrées qu'elle a contaminées ». Nous regrettons seulement que l'auteur de ces lignes n'apporte dans la suite de son article aucune preuve à l'appui de ses assertions, qu'il semble considérer comme des faits indiscutables.

De tout ceci, il semble ressortir un seul grief bien net ; les marchés à terme font la baisse, et voilà le principe de tout le mal.

Tout le monde se souvient encore de la vive campagne de presse que menèrent, pour cette raison, les agrariens, à la suite du krach de Roubaix-Tourcoing.

Seul, le marché à terme était, disaient-ils, cause de la baisse effroyable qu'avait tout à coup subie la laine. Des pétitions furent partout présentées et signées, des vœux nombreux furent votés par les conseils municipaux prétendant prendre en mains la défense de leurs administrés intéressés à la vente

(1) *Revue d'économie politique*, 1898, II, p. 108.

des produits agricoles. Et, au fond, qu'y avait-il de sérieux dans tout ce flot de protestations.

Comme nous le verrons plus loin, la théorie qui rendrait le marché de Roubaix responsable de tous ces méfaits ne tient pas debout, ne résiste pas un instant à la critique.

N'en est-il pas de même dans les autres cas ? Mais écoutons plutôt l'exposé des griefs de nos adversaires.

Cette propension, expliquent-ils, viendrait du défaut d'équilibre entre les deux groupes d'opérateurs, vendeurs et acheteurs à terme.

Les premiers comprennent en effet tous les détenteurs de la marchandise qui veulent se prémunir contre les chances de dépréciation. Or, ils seraient beaucoup plus nombreux que ceux qui, au contraire, doivent s'assurer contre la hausse.

Les deux groupes seraient inégaux.

Ceci a pu être vrai autrefois, mais aujourd'hui il existe un très grand nombre de commerces, où les affaires se font par énormes quantités à prix déterminé d'avance, mais avec livraisons successives échelonnées sur les différents mois de l'année. Or les commerçants qui se livrent à ce genre d'opérations, comme nous l'avons fait remarquer plus haut, n'ont pas toujours en mains la marchandise qu'ils vendent. En s'abritant contre les risques de hausse, ils sont donc les contreparties naturelles du premier groupe d'opérateurs.

Il convient d'ajouter que généralement les spéculateurs de profession ont tendance à opérer à la hausse. Ils viennent ainsi apporter un appoint considérable au dernier groupe, et rendre les deux partis sensiblement égaux.

Notons d'ailleurs que tous les opérateurs qui liquident par différences sont forcément une seconde opération en sens inverse de la première, et qu'ils se servent à eux-mêmes de contrepartie, puisqu'ils ne prennent pas tous position en même temps.

Si à une certaine époque, chacun d'eux augmente l'offre, plus tard il augmentera aussi la demande. En somme donc l'effet qu'ils peuvent produire sur la moyenne des cours est nul.

L'expérience
prouve qu'il n'en
est pas ainsi.

Si cependant l'offre au terme était plus considérable que la demande, on devrait remarquer que les cotes successives d'un même mois tendraient à hausser à mesure que l'échéance approcherait. En effet les vendeurs étant d'abord trop nombreux devraient, dans ce système, vendre bon marché pour trouver une contrepartie d'après l'application même de la loi de l'offre et de la demande ; mais au moment du rachat, les rôles étant intervertis, ils devraient acheter très cher pour se liquider, d'où hausse de la cote.

Mais l'expérience ne prouve pas d'une façon générale l'existence de ces oscillations. Il faut donc en

conclure que les opérateurs en couverture trouvent facilement leur contrepartie, et il s'en suit que le marché à terme ne tend pas d'une façon constante à avilir les cours.

Mais voyons plutôt combien la situation des agriculteurs s'est au contraire améliorée depuis l'introduction de ces grands marchés. D'abord cette institution leur offre un débouché sans cesse ouvert ; de plus elle leur permet d'écarter les marchands qui tentent de l'exploiter. En effet, chaque jour les cours sont publiés, et portés à la connaissance de tous. Chaque cultivateur, en déduisant de la cote les frais de transport jusqu'au marché en question, connaît la valeur absolue de sa marchandise. Impossible donc pour les acheteurs locaux de le tromper.

Avantages réels
offerts par les
marchés à terme.

Il n'est d'ailleurs nullement démontré que les producteurs de marchandises non cotées soient dans une situation plus prospère que les autres. M. Claudio Janet conseille à ce sujet de jeter les yeux sur les trôleurs de Paris, les producteurs de fruits et de légumes, de bétail et de toutes les denrées pour lesquelles il n'existe pas de marché à terme établi.

La situation des producteurs américains est même à ce point de vue beaucoup supérieure à celle de nos cultivateurs français. Le commerce en gros y est, en effet, beaucoup mieux organisé que chez nous ;

à côté de chaque gare sont construits d'immenses docks appelés élévateurs. Les blés apportés par les agriculteurs y sont aussitôt classés d'après leur qualité dans l'un des types connus sur le marché. Dès lors, leur propriétaire peut vendre son stock même à une grande distance, certain qu'il ne pourra s'élever aucune discussion au moment de la réception ; il n'a plus à craindre les vexations des acheteurs locaux, qui tendent sans cesse à classer les marchandises offertes parmi les qualités inférieures les moins cotées.

En Russie, au contraire, où l'organisation des marchés est encore rudimentaire, les producteurs sont entièrement à la merci de ceux qui les exploitent. Il n'y a pour eux aucun point de repaire, aucun moyen d'éviter les exactions dont ils sont infailliblement victimes. Sur quoi se baseraient-ils, en effet, pour prétendre que leur acheteur les trompe sur la valeur réelle de leurs produits, surtout s'ils veulent les vendre encore sur pied.

Sans doute, il est à regretter que, de temps en temps, comme nous l'exposons plus haut, les producteurs soient les victimes de bandes d'agiateurs venant troubler l'économie du marché ; mais il n'en est pas moins vrai que, dans l'immense majorité des cas, les agriculteurs n'ont qu'à se féliciter de l'existence de nos grands marchés à terme modernes.

Quant aux joueurs et aux agiateurs, nous avons

déjà eu l'occasion de constater le danger qu'ils présentent, danger incontestable, que personne ne songe à nier. Le seul point qui soit discuté, c'est la façon dont il convient de les éliminer du domaine des transactions.

DEUXIÈME PARTIE

CAISSES DE LIQUIDATION

I. — LES CAISSES DE LIQUIDATION

A) Composition et Organisation.

Les caisses de liquidation et de garantie des opérations à terme sur marchandises sont des organismes adjoints aux marchés à terme, pour garantir aux opérateurs la complète et loyale exécution de leurs marchés. Ce sont des sociétés anonymes.

Elles se créent généralement sous forme de sociétés anonymes à capital fixe. Les membres qui la composent, quoique généralement commerçants ou négociants de la place, pourraient cependant être étrangers aux genres d'affaires traitées et garanties par la caisse, ou même simples représentants d'une grosse maison de banque ou d'un syndicat financier. En fait, le plus souvent cependant, il n'en est pas ainsi. La plupart ont été créées par les opérateurs, qui chaque jour en ressentaient de plus en plus la nécessité, et ceux qui en ont pris l'initiative ne sont pas allés généralement demander à des tiers les fonds que cette entreprise nécessitait. Ce furent

donc naturellement les grands négociants et industriels de la place qui libérèrent les actions entre lesquelles avait été réparti le capital.

Le désir de traiter sérieusement les affaires pouvait, d'ailleurs, ne pas être le seul qui guidât les instigateurs de cette création. Nous verrons plus loin, en effet, que cette Société se réserve une commission sur toutes les affaires qui passent par ses mains. De plus, comme toutes les maisons de crédit, elle compte à ses clients un intérêt assez restreint pour les sommes dont elle leur est débitrice, tandis qu'il est beaucoup plus fort lorsque c'est au contraire le client qui est en dette.

Même au point de vue purement financier, cette entreprise pouvait donc sembler intéressante aux nombreux capitalistes toujours en quête d'un bon placement.

Définition.

On peut donc définir une caisse de liquidation « société anonyme attachée à un marché à terme pour garantir, moyennant le versement d'une commission, l'exacte exécution de toutes les opérations qu'on veut bien lui soumettre et qu'elle consent à enregistrer sous certaines conditions très strictement déterminées par ses statuts. »

Il n'existe jusqu'aujourd'hui en France que deux caisses de liquidation. Celle du Havre enregistre indistinctement toutes sortes d'opérations sur les

marchandises dont la liste est donnée un peu plus loin. Celle de Roubaix-Tourcoing n'a, au contraire, jusqu'à présent du moins, traité que les laines peignées. Quant au projet de création d'une caisse de liquidation sur le marché des sucres de Paris, dont il avait été tant question, il a complètement échoué.

La première condition, pour rendre viable cet organisme, était de lui donner des moyens d'existence. Jetons donc de suite un coup d'œil sur ses différentes sources de revenus.

Voici d'abord le tarif des commissions touchées par les caisses de liquidation françaises : Leurs ressources.

Le règlement de la caisse de Roubaix prévoit un courtage de 55 francs par opération, à la charge du vendeur. 15 francs sont retenus par la caisse et 40 francs donnés aux courtiers.

De plus, le taux d'escompte est de 6 % quand la caisse est créditrice, tandis qu'il est de 3 % quand elle est débitrice.

Le taux d'intérêt de dépôt est toujours inférieur à celui que la caisse peut retirer de cet argent en le plaçant.

La caisse du Havre, qui s'occupe d'un plus grand nombre d'articles, a, sur ce point, un règlement plus complexe. La commission y est ainsi fixée :

Pour le coton, 0 fr. 15 par balle, payables à

raison de 0 fr. 05 par le courtier, 0 fr. 05 par l'acheteur et 0 fr. 05 par le vendeur.

Pour le café, 0 fr. 05 par sac, payables par le courtier.

Pour le poivre, 0 fr. 05 par sac, payables 0 fr. 03 par le courtier, 0 fr. 01 par l'acheteur et 0 fr. 01 par le vendeur.

Pour le saindoux, 0 fr. 12 par tierçon, payables par tiers par le vendeur, l'acheteur et le courtier.

Pour la laine, 0 fr. 40 par balle, payables par le courtier.

Pour le cuivre, 1 franc par tonne, payable par le courtier.

Pour l'indigo, 1 fr. 50 par caisse, payables par le courtier.

Pour le cacao, 10 francs par contrat, payables par le courtier.

De même que celle de Roubaix, la caisse du Havre établit un intérêt différent suivant que c'est elle ou le client qui est débiteur. Elle se base pour en faire le compte sur le taux de la Banque de France.

Le projet de caisse de liquidation de Paris prévoyait pour les sucres un droit de commission de 0 fr. 03 par sac, payables moitié par le vendeur, moitié par l'acheteur.

Pour le taux des différents intérêts il se conformait entièrement au règlement de la caisse du Havre.

Ces ressources suffisent largement à couvrir les frais d'installation et d'entretien des bureaux. Aussi voit-on les actions de certaines caisses de liquidation rapporter d'assez gros bénéfices, et être cotées bien au-dessus de leur taux d'émission.

Comme dans toutes les sociétés anonymes, il y a, dans les caisses de liquidation, un conseil d'administration nommé par la réunion générale des actionnaires. Ce conseil d'administration nomme et surveille le directeur-gérant, qui doit lui soumettre chaque année le bilan et la comptabilité. Le directeur a les pouvoirs suffisants pour traiter les affaires courantes, mais, dans tous les cas difficiles il doit demander l'avis du conseil. C'est encore ce dernier qui choisit, chaque année, les types de marchandises qui serviront de base à toutes les expertises.

Direction.

Nous passons sous silence le détail des attributions de ces différents groupes. Il nous suffira de dire que, dans les statuts des caisses de liquidation, sont rappelées toutes les dispositions énoncées par la loi de 1867 sur les sociétés anonymes. C'est ainsi que nous voyons des pouvoirs spéciaux être attribués au président du conseil d'administration et aux commissaires nommés chaque année en assemblée générale, pour vérifier la comptabilité et contrôler la gestion des administrateurs.

Nous allons donc passer directement au fonctionnement de cet organisme.

B) Dépôts et marges.

Raison d'être
du dépôt original.

Lorsqu'une affaire est passée sur le marché à terme, aucun des deux contractants ne connaît sa contrepartie. Tous deux, en effet, ont opéré par l'intermédiaire d'un courtier qui est tenu au secret professionnel.

Cette façon de procéder a pour effet d'écarter autant que possible toute question de personnalité dans la lutte parfois très âpre qui se livre entre haussiers et baissiers ; de plus, chaque maison considère comme un point très important que sa situation reste inconnue de ses concurrents.

Mais ce procédé présente cependant de graves inconvénients. Ce n'est pas, en effet, à sa contrepartie que l'on peut demander le paiement des différences, mais au courtier. Si celui-ci n'a pas pris vis-à-vis de ses clients, les garanties nécessaires pour assurer l'exécution de tous les marchés, il peut être mis lui-même, par une oscillation brusque de la cote, dans l'impossibilité de régler. Combien plus encore ce cas est-il possible lorsque ce dernier, à l'insu du client, se porte lui-même

contrepartie pour tout ou partie des ordres qu'on lui transmet !

Or, l'expérience a prouvé que ces intermédiaires ne prenaient pas toujours toutes les garanties désirables vis-à-vis de leurs commettants. Il peut donc très bien se produire, et l'expérience l'a malheureusement prouvé plus d'une fois, qu'un négociant ou un fabricant croyant s'être parfaitement mis à couvert, tout à coup, au moment de régler, se trouve devant le néant. Tel est le cas auquel il a fallu obvier. Dans le monde des joueurs et des spéculateurs, il n'est pas rare en effet que la solvabilité ou la bonne foi fasse complètement défaut.

Tout autre est, au contraire, la façon de traiter les affaires sur un marché où fonctionne une caisse de liquidation et de garantie. Sans doute, il est toujours possible à un opérateur de stipuler que l'opération qu'il propose sera traitée sans son intervention, mais il arrive qu'en fait toutes les affaires passent par ses mains, surtout dans les cas où les grands écarts et les effondrements sont à craindre.

Dès lors, ce n'est plus avec tel commissionnaire ou négociant que l'affaire est traitée, mais chaque partie est réputée avoir contracté directement avec la caisse. Si un opérateur doit une différence, c'est à la caisse qu'il la versera, si, au contre, il est créancier, c'est d'elle seule qu'il pourra exiger le

payement. Dans les cas même où l'opération se liquide par une livraison effective, c'est à ses bureaux qu'il s'adressera pour exiger la filière à laquelle il a droit, et c'est elle qui le mettra en rapport avec le preneur des marchandises qu'il a livrées.

Dès lors, peu importe à chacun la solvabilité de la contrepartie, l'opérateur ne connaît que la caisse ; du moment que cette dernière est solvable, le reste ne l'intéresse plus. C'est affaire à cette dernière d'exiger de ses clients les garanties suffisantes pour ne pas être mise en perte par le défaut d'exécution du contrat.

Ces sûretés, la caisse les obtient d'une façon mathématique par les dépôts originaux et les marges.

Le dépôt original est une somme assez forte qui doit être déposée à la caisse avant l'enregistrement de chaque opération. Il doit être versé à la fois par le vendeur et par l'acheteur.

La fixation. L'importance du dépôt, exigible pour chaque opération, est fixée en principe par le conseil d'administration, soit par disposition générale applicable à tous, soit par délibération spéciale à tel client. Cependant, le règlement de chaque caisse de liquidation prévoit un minimum au-dessous duquel aucun enregistrement ne peut être consenti.

La caisse de Roubaix-Tourcoing fixe pour les peignés de laine ce minimum à 1.000 fr. par 5.000 kilos.

La caisse du Havre le détermine de la façon suivante :

MARCHANDISES	KILOS	EMBALLAGES	MINIMUM PAR UNITÉ
Coton	11.000	50 balles	9
Saindoux	7.500	50 tierçons	8
Café	30.000	500 sacs	2,50
Laine suint . . .	10.000	25 balles	25
Cuivre	25.000		2.500
Indigo	1.300	10 caisses	50
Poivre	6.000	100 sacs	4
Cacao	10.000	125 sacs	5

Le projet de règlement de la caisse de liquidation de Paris fixait ce minimum à 1,50 par sac.

Ce dépôt original a pour but de mettre la caisse à couvert, dans le cas où elle serait obligée de liquider la situation d'un client défaillant. Mais il ne peut remplir ce rôle que dans certaines limites et tant qu'il n'a été entamé par aucune oscillation précédente des cours. Or c'est précisément pour maintenir cette situation constante qu'intervient le service des marges.

Les marges.
Leur cause.

Dès qu'une oscillation assez importante s'est produite dans la cote, celui des deux opérateurs, à qui elle est susceptible de causer préjudice, est obligé de

verser à la caisse, dans les 24 heures, la différence entre le prix auquel il a traité et le dernier cours. De cette façon la caisse se trouve toujours placée, vis-à-vis de l'opérateur, dans la même situation que si l'affaire avait été passée au cours de la veille. Le dépôt original reste donc entièrement affecté à la couvrir des nouvelles pertes que pourrait subir son client.

Il serait assez logique qu'à l'inverse la caisse remit de suite au gagnant la différence qui peut exister en sa faveur, mais il n'en est pas ainsi, car la sécurité du marché n'y gagnerait rien, et ce serait une cause de déplacements de fonds incessants et inutiles.

Le barème.

Voici quelles sont les marges exigées par les caisses de liquidations françaises.

Roubaix, qui ne traite actuellement que les laines, exige le versement d'une marge par variation de 5 centimes au kilo de laine peignée, et de 2 fr. 50 par 100 kilos de laine en suint.

Le Havre l'exige pour : 1 franc par 50 kilos pour le coton, le café, le poivre, le saindoux et le cacao,
1 franc par 100 kilos pour le cuivre,
2 francs par 100 kilos pour la laine,
10 centimes par 1/2 kilo pour l'indigo.

Le règlement de 1900 ne prévoit le barème des marges que pour ces marchandises, et décrète que

pour les autres cette question sera réglée ultérieurement.

Le projet de caisse de liquidation de Paris demandait le versement des marges par variation de 1 fr. au sac de sucre. Nous verrons plus loin pourquoi l'on ne songeait à exiger de versement que pour des sommes si considérables.

Il ne peut s'opérer aucune compensation, au sujet des marchés exigibles, entre les divers engagements d'un même client. Aucun opérateur ne pourra refuser de verser ces sommes sous prétexte que la caisse a enregistré pour lui une opération en sens inverse, même sur le même mois, et qui lui donne un bénéfice égal à la perte qu'il fait sur la première. S'il veut éviter les versements, ce client n'a qu'à liquider de suite ces deux opérations.

Les règlements des caisses de liquidation prévoient que ce versement sera obligatoire sans aucun avertissement préalable, par le fait même de l'affichage des cours dans le local de la caisse. Il doit être effectué au plus tard le lendemain avant midi, les dimanches et jours fériés exceptés.

Il n'est cependant pas obligatoire pour le client de se déranger chaque fois. La plupart des opérateurs ont en effet un compte-courant avec la caisse. Le montant des marges est simplement prélevé sur la somme disponible. Il n'y a donc de versement à

effectuer que dans le cas où le premier dépôt serait entièrement épuisé.

Dépôts rempla-
çant la somme à
verser.

Le conseil d'administration peut autoriser les contractants à couvrir les dépôts et marges par un dépôt de nantissement de titres, récépissés-warrants, marchandises ou valeurs, ou même par une caution solidaire. S'il s'agit de titres nominatifs, il y est joint une déclaration de transfert et d'affectation spéciale en garantie par acte notarié s'il y a lieu. Le conseil d'administration peut ainsi les vendre, en se conformant aux prescriptions de la loi, dans le cas où le titulaire n'a pas satisfait au paiement des marges ou à toutes autres obligations.

Les récépissés devront être endossés. Les caisses de liquidation se réservent le droit de négocier les récépissés-warrants et les valeurs commerciales, et de les déposer à la Banque de France à Paris, soit au compte de dépôts, soit au compte d'avances sur titres ; et le cédant s'engage à accorder en tous cas le temps nécessaire pour les retirer.

Droits de la
sse.

Si l'opérateur ne remplit pas l'une quelconque de ces obligations, la caisse de liquidation a aussitôt le droit de liquider d'office par courtier assermenté, sur l'avis conforme, signé par l'administrateur de service, tous les marchés ouverts pour le compte de l'intéressé. La caisse ne doit donc faire aucune distinction entre les opérations fructueuses pour

l'opérateur, et celles qui au contraire sont pour lui une cause de perte. La caisse exerce d'ailleurs son droit de gage aussi bien sur les dépôts et marges déjà reçus par elle, que sur les différences touchées par le client sur d'autres opérations.

Les règlements prévoient aussi le cas de cessation de paiement, de liquidation judiciaire ou de faillite d'un client engagé avec la caisse. Celle-ci a le droit de liquider aussitôt d'office toute la situation.

Les marges versées à la caisse ne sont pas définitivement acquises par elle ; si une nouvelle fluctuation des cours se produit en sens inverse, elles sont remises à la disposition du client dans les mêmes conditions qu'elles lui ont été demandées ; c'est-à-dire qu'une marge sera restituée chaque fois que les cours franchiront de nouveau le point qui l'avait rendue exigible.

II. --- COMPTABILITÉ ET MÉCANISME DE LA CAISSE

Procédure de
l'inscription.

Nous avons vu que toute affaire ne pouvait être enregistrée que lorsque le dépôt avait été versé. Il conviendrait cependant de mentionner qu'une marge devrait y être ajoutée dans le cas où les cours auraient déjà subi une variation depuis l'époque de la passation du contrat. Une affaire peut en effet n'être présentée à la caisse que plusieurs mois après le moment où elle a été liée. L'époque de l'enregistrement est une simple question d'opportunité dont l'appréciation est entièrement laissée aux soins des parties.

Voici comment il doit être procédé pour obtenir cette inscription : Dès que les courtiers ont échangé leurs fiches, après avoir rencontré la contrepartie qu'ils cherchaient, ils envoient à la caisse un simple billet sur lequel ils indiquent le nom du co-contratant, le mois de l'échéance, la nature du contrat et le cours auquel il a été passé.

Puis le lendemain, chacun d'eux envoie à la caisse un avis en règle. Pour éviter toute erreur, la plupart de ces institutions emploient un papier de couleur différente, selon qu'il s'agit du vendeur ou de l'acheteur. Voici la forme généralement adoptée :

Monsieur le Directeur de la caisse de
liquidation,

Je vous donne avis que j'ai acheté en Bourse ce jour, pour le compte de M , kilos de telle marchandise, livrables sur le mois de....., au prix de..... le kilo ou les cent kilog.

Veuillez, je vous prie, enregistrer cette opération dans vos livres, selon le règlement et les conditions générales de ladite caisse.

Vu par l'acheteur,
(SIGNATURE DE L'ACHETEUR)

Le Courtier-juré,
(SIGNATURE)

A la réception de cette demande en forme, le directeur de la caisse fait inscrire l'affaire, si toutes les conditions citées plus haut ont été remplies. Quand il a reçu les deux avis des courtiers, acheteur et vendeur, il rédige un bulletin par lequel la caisse reconnaît s'être engagée à assurer l'exécution complète de l'opération qu'elle enregistre. Quand, au contraire, il manque une des conditions nécessaires à l'inscription, la caisse n'envoie aux intéressés

Preuve de l'opération.

aucun avis. Son silence doit suffire à avertir les parties, qu'elles ne sont pas en règle. Le directeur est d'ailleurs à la disposition des clients pour leur donner toutes explications désirables.

Voici l'une des formules de contrat couramment employées.

MONSIEUR,

Nous avons l'honneur de vous informer que, conformément à la demande que nous a remis M . . . , courtier-juré, sous le n° . . . , nous avons inscrit dans nos livres, etc., l'achat fait pour votre compte, tel jour, de telle quantité, etc.

Le Directeur de la Caisse,

(SIGNATURE).

Remarquons-le en passant : pour que la caisse de liquidation inscrive une opération dans ses livres, il faut toujours qu'elle se trouve en présence de deux demandes, l'une signée par le vendeur, l'autre par l'acheteur. Dès lors elle inscrit les deux affaires dans ses livres, l'une à la suite de l'autre et sous des numéros consécutifs. Pour obtenir plus d'ordre et éviter les erreurs, elle a soin de réserver les numéros pairs aux acheteurs et les numéros impairs aux vendeurs. De la sorte, en quelque endroit qu'il soit fait mention d'un contrat, il est tou-

jours facile de retrouver l'article concernant la contrepartie.

Toutes les affaires sont donc inscrites l'une après l'autre sur un livre-journal, sans distinction des échéances. Comptabilité.

Mais on tient un second livre où sont recopiées dans l'ordre de leurs dates toutes les affaires faites sur une même époque. Dès lors, au commencement de chaque mois, le directeur de la caisse a en mains la liste de toutes les affaires qui devront être liquidées dans l'intervalle de ces trente jours.

Mais un opérateur n'est jamais obligé d'attendre le terme pour liquider une affaire. Il peut, en effet, passer une opération en sens inverse, la faire enregistrer et renvoyer aussitôt à la caisse les deux certificats épinglés ensemble. Il est entendu que, par cet acte, le client manifeste son intention de régler par compensation. Liquidation par compensation.

Aussitôt les deux contrats sont radiés et la différence qui en ressort est inscrite au compte-courant du client, côté passif ou côté actif, selon qu'elle est ou non à son avantage.

Voici comment on opère en comptabilité cette compensation. Sur l'échéancier de chaque mois, au lieu d'inscrire toutes les affaires dans un ordre quelconque, on porte sur une page les achats et sur l'autre les ventes avec leurs numéros d'ordre parti-

culiers. Dès qu'un client renvoie deux contrats, on inscrit, devant chacun d'eux, dans une colonne spéciale, le numéro de celui qui sert à le compenser. On n'a qu'à s'y reporter pour voir immédiatement, par la comparaison des prix, la différence qui résulte de la liquidation.

Dans le courant du mois, il suffit donc de parcourir la colonne sus-indiquée, pour prendre la liste des contrats qui n'ont pas été liquidés ; l'application des filières devient, dès lors, une opération très simple.

Le client, qui a en mains deux contrats susceptibles de se compenser, a intérêt à les liquider le plus tôt possible, car c'est le seul moyen de rendre disponibles le dépôt et les marges qui ont été consignés.

Remarquons que pour chaque compensation, outre la somme qui doit être inscrite à l'actif de la caisse pour droit de commission, il faut encore tenir compte de l'escompte sur le reliquat. En effet, puisque les contrats compensés ont été passés sur un mois non échu, l'opérateur ou la caisse, en faveur de qui résulte une différence, ne devrait pas, régulièrement, en jouir de suite. Il est donc juste d'en déduire l'escompte pour le temps qui reste à courir.

Voici la formule de bordereau de liquidation que la caisse remet à l'opérateur au moment de la liquidation par compensation.

Roubaix, le 2 janvier 1907.

BORDEREAU DE LIQUIDATION N° ..

Laines.

500 kilos de laine peignée, type unique, sur
avril 1907 :

ACHAT

N° 14.604 à 5,40.

VENTE

N° 11.699 à 5,35.

Différence : 250 francs.

Escompte au 30 avril :

Soit 123 jours à 3 % = 2,55.

Courtage : 55 francs. — Courtier : M.....

Balance en notre faveur : 302,45.

Mais toutes les opérations ne donnent pas lieu à un règlement par différence. Il reste donc au moment de l'échéance une certaine quantité de contrats, qui peuvent donner lieu à une livraison effective.

Liquidation par
livraison effective

Nous avons vu que dans toutes les Bourses de commerce les affaires étaient traitées sur le dernier jour du mois. Il est admis cependant que la livraison peut, au gré du vendeur, avoir lieu à partir du premier.

Ceux des opérateurs qui ont l'intention de livrer, doivent, quand leur marchandise est prête et déposée aux Magasins Généraux, adresser à la

caisse de liquidation une demande en expertise. En voici les termes :

A la Caisse de liquidation de.....

Le soussigné a l'honneur de demander de faire procéder à l'expertise de kilos de déposés aux Magasins Généraux de, sous le N°

(SIGNATURE)

Cette opération a pour but de faire vérifier si la marchandise est bien conforme aux types admis par la caisse de liquidation. De plus les experts chargés de la faire doivent indiquer les bonifications ou les réfections à effectuer, dans les mesures où ce procédé est admis par les règlements. (La proportion d'humidité contenue dans le stock doit être mentionnée dans le bulletin spécial, dit de conditionnement.)

Quand le vendeur a obtenu les pièces justificatives de l'expertise, il envoie à la caisse de liquidation la lettre suivante :

Monsieur le Directeur,

Explication des
filières.

J'ai l'honneur de vous informer qu'à partir de ce jour....., je tiens à la disposition de qui de droit, dans les Magasins généraux de....., environ..... kilog de....., en exécution de la vente que j'ai faite sur le mois de....., par l'entremise de M....., courtier-juré, et que votre caisse a enregistré le

....., sous le N°, dont je vous remets le bulletin.

Vous trouverez aussi sous ce pli les pièces justificatives exigées par l'article..... des conditions générales du marché à terme (Certificat de dépôt aux Magasins généraux et certificat d'expertise).

Avant l'enlèvement de la marchandise qui doit avoir lieu au plus tard le....., avant midi, l'acheteur qui en prendra possession aura à payer la somme de....., basée sur le cours officiel de la veille fixé à....

Recevez....

(SIGNATURE)

Le directeur de la caisse, en recevant cet avis, prend les deux colonnes d'acheteurs et de vendeurs non couverts, et applique la filière au premier acheteur qu'il rencontre en suivant invariablement l'ordre des dates. Remarquons que celui qui est ainsi désigné n'est presque jamais l'opérateur avec qui le livreur a traité. Le directeur inscrit en marge la mention du contrat, le numéro de la filière livrée, et en fait autant du côté du livreur.

Le directeur envoie alors l'avis suivant à l'acheteur, à qui l'application de la filière a été faite.

MONSIEUR,

J'ai l'honneur de vous aviser que, à compter de ce jour, environ..... kilog de....., type.....,

sont à votre disposition dans les Magasins généraux de....., en exécution de votre bulletin d'achat inscrit dans nos livres le....., sous le N°.....

Je vous remets sous ce pli les pièces justificatives exigées par l'art..... des conditions générales du marché à terme.

Je vous rappelle qu'avant l'enlèvement de la marchandise qui doit avoir lieu au plus tard le..... (quatre jours plus tard sur beaucoup de places de commerce), avant midi, vous aurez à payer au livreur, contre la production du présent avis, la somme de fr....., basée sur le cours officiel de la veille fixé à.....

(SIGNATURE DU DIRECTEUR).

À la réception de cet avis, l'acheteur peut choisir entre deux déterminations. Il peut accepter la filière ou la renvoyer à la caisse de liquidation.

Dans le premier cas, il écrit directement à l'émetteur qui lui est maintenant connu par les pièces justificatives du dépôt dans les Magasins généraux. Voici la formule :

MONSIEUR,

La caisse de liquidation et de garantie des opérations à terme sur marchandises de m'a remis un avis, avec les pièces à l'appui, en m'informant

que vous tenez à ma disposition dans les Magasins Généraux de, une partie de du poids d'environ kilog.

J'ai l'honneur de vous faire connaître que je prendrai livraison de cette marchandise, et je vous prie de m'en faire parvenir la facture.

(SIGNATURE)

Cette pièce a pour but de faire connaître au livreur le nom du preneur, qui ne lui avait pas encore été désigné.

Dans le cas contraire où l'opérateur ne veut pas prendre livraison de la marchandise, il doit passer le plus tôt possible sur le marché à terme une opération couvrant celle qui lui vaut l'application de la filière, et la faire enregistrer par la caisse de liquidation. Puis il lui renvoie à la fois ce nouveau certificat et l'ancien, la filière et la pièce ci-jointe.

Monsieur le Directeur de la Caisse de
liquidation,

Mon intention n'étant pas de prendre livraison de la marchandise qui fait l'objet de votre avis du, n° ..., je vous le renvoie avec les pièces qui y sont jointes.

Je vous remets en même temps le bulletin de vente que vous m'avez délivré le, sous le n° ..., pour couvrir cette opération.

(SIGNATURE).

Dès lors l'opération se résout en un simple règlement par différence qui est enregistré par la caisse de liquidation, comme si la filière n'avait pas été appliquée. Quant à cette dernière, on la renvoie à celui des acheteurs non couverts qui se présente le premier, en suivant l'ordre des dates, et on recommence la même opération jusqu'à ce que se rencontre un preneur.

Une filière ne peut cependant pas circuler indéfiniment. Le délai maximum est de quatre jours ; donc, celui qui, le soir du quatrième jour, l'a entre les mains, est obligé d'en prendre livraison.

Remarquons d'ailleurs qu'elle finira forcément par être acquise à quelqu'un, puisqu'il y a autant d'acheteurs non couverts qu'il y a de livreurs, et qu'aucun acheteur ne peut s'éclipser sans en mettre un autre à sa place. Donc autant il y aura de vendeurs désireux de livrer, autant forcément on trouvera d'acheteurs mis en demeure de lever.

Païement de la
marchandise.

Voici donc tous les contrats liquidés ; reste encore une question à éclaircir, c'est celle du paiement.

Remarquons d'abord que lorsqu'une filière passe par la caisse de liquidation, l'émetteur et le récepteur ont presque toujours opéré à des cours différents. La solution serait très simple en effet si chaque vendeur non couvert livrait effectivement à l'acheteur avec qui il a traité ; mais nous avons

vu qu'il n'en était pas ainsi, d'abord parce que beaucoup d'opérateurs se couvrent par un contrat en sens inverse, ensuite parce que les vendeurs lancent leur filière quand ils le veulent, tandis qu'on les applique aux acheteurs en suivant invariablement l'ordre des dates.

Il s'agit donc de débrouiller tous ces comptes. Voici à quel procédé on a recours :

On suppose pour un instant que toutes les opérations ont été faites à un cours unique, appelé cours de compensation. D'autre part, pour éviter un double déplacement de fonds absolument inutile, il est entendu que chaque preneur fera le paiement directement à son émetteur, sans passer par l'intermédiaire de la caisse de liquidation. Quel que soit le cours auquel chacun a opéré, la somme versée est toujours la même, basée sur le cours officiel de la veille de l'émission de la filière. La caisse envoie ensuite à chaque opérateur une pièce dans le genre de celle qui suit :

Le cours unique
de compensation.

CAISSE DE LIQUIDATION DE ROUBAIX

Bordereau de liquidation n° ...

Monsieur

Achat n° ..., liquidé par filière n° ..., 5.000 kilog.
laine peignée, type unique, au prix d'achat de 5,55.

Espèces livrées en filière à ce jour : 5 fr. 60.

Différence : 250 francs.

Balance en votre faveur : 250 francs.

Il s'en suit que l'acheteur, dans ce cas, ayant acheté à 5,55 et payé effectivement 5,60 à l'émetteur de la filière, grâce au cours unique de compensation, touchera à la caisse la différence : soit 250 francs.

Un calcul semblable est fait pour le vendeur. En faisant la somme de tous ces restes, et en l'ajoutant à celle des différences touchées ou versées à propos des règlements par compensation, la caisse doit trouver un compte qui se liquide par zéro. C'est ainsi qu'elle pourra faire la preuve qu'aucune erreur ne s'est glissée dans ses calculs.

Mais remarquons que c'est la somme seule de ces additions, qui doit se liquider par zéro. Prises individuellement, elles peuvent en effet donner chacune un reste, mais il faut que ceux-ci se détruisent l'un l'autre.

Il peut très bien se produire en effet que l'ensemble des opérateurs ayant réglé par compensation aient réalisé des bénéfices, et que par suite la caisse ait eu des débours à faire à leur sujet. Mais il faut alors que cette somme lui soit exactement restituée par les opérateurs ayant livré ou levé la marchandise.

III. — MESURES PRISES PAR LES CAISSES DE LIQUIDATION POUR ASSURER LA RÉGULARITÉ DES OPÉRATIONS.

A) **Étranglement.**

Un mois est dit étranglé dans le langage spécial des marchés à terme, lorsqu'il n'existe pas sur la place une quantité suffisante de marchandises pour satisfaire tous les acheteurs à terme qui exigent la livraison effective.

Dans ce cas, le remède préventif est inapplicable. Quelquefois, en effet, les auteurs de ce coup de Bourse sont inconscients de la situation qu'ils sont sur le point de créer sur le marché, et c'est seulement quand ils l'ont découverte qu'ils songent à en tirer profit. L'étranglement peut être, en effet, la conséquence d'un cas fortuit, tel qu'un retard dans les arrivages ou la fabrication, un défaut de rendement, etc. C'est même ce qui le rend possible, car si cette situation était prévue d'avance, personne n'accepterait de remplir le rôle de contrepartie.

Système employé
à Roubaix et au
Havre.

Le seul remède pratique consistait donc à accorder du temps à ceux qu'une situation fortuite mettait dans l'impossibilité de remplir leurs engagements, et c'est celui qu'ont employé certaines caisses de liquidation. Voici, en effet, ce que décide l'article 13 du règlement de la caisse de liquidation de Roubaix-Tourcoing : « Si pour quelque cause que ce soit, le prix du mois courant dépassait de 10 % la cote d'un des trois mois suivants, le conseil d'administration et le bureau de la chambre arbitrale réunis, auraient le droit, s'ils le jugeaient nécessaire, de retarder l'échéance d'une ou de plusieurs filières, en faisant bonifier par l'émetteur au receveur, pour chaque période complète de cinq jours francs de retard, 1 % de la valeur, calculée sur le prix de vente desdites filières. »

Il n'est question, dans cet article, que de reculer l'échéance d'une ou de plusieurs filières, car en cas d'étranglement il est inutile de soumettre à ce traitement toutes les affaires en cours. La gêne provient, en effet, de la pénurie de marchandises. Il suffit donc que le nombre des opérations à liquider soit réduit au nombre des filières livrables pour qu'aussitôt le calme renaisse sur le marché.

Il est également inutile de reculer l'échéance d'un nombre considérable de jours. La marchandise attendue peut, en effet, arriver à bref délai. Cette

disposition qui proportionne les dommages-intérêts au retard apporté à la livraison est parfaitement comprise, et l'indemnité de 1 % par cinq jours de retard a été choisie pour dédommager le récepteur des inconvénients qui peuvent résulter pour lui de ce retard. Il faut avouer cependant qu'il peut se rencontrer des cas où elle serait tout à fait insuffisante, par exemple, si une fabrique était obligée de chômer, faute de matières premières ; mais ces hypothèses sont extrêmement rares, car un fabricant fait toujours ses commandes assez tôt pour ne pas être pris au dépourvu. Nous savons d'ailleurs qu'il est peu fréquent qu'un commerçant fasse, au terme de Roubaix-Tourcoing, une opération de ce genre.

L'article 18 du règlement du Havre admet également cette disposition, mais le projet de réglementation de la caisse de Paris ne faisait allusion à aucun principe de ce genre, sans doute pour des raisons spéciales qui tiennent à la façon dont s'opère la fabrication de ce produit.

B) Le jeu.

Nous avons vu plus haut combien le jeu pouvait nuire à la régularité du marché et à la sincérité des cours. Il convient donc de l'écarter autant que possible des Bourses de commerce. Après avoir prouvé

Rappel de la distinction proposée plus haut entre le spéculateur et le joueur.

que la simple intention de régler par différence ne pouvait suffire à distinguer le joueur de l'opérateur sérieux, nous avons fait remarquer que ce dernier critérium prêterait essentiellement à l'arbitraire, puisqu'il reposait sur la recherche d'une intention dont la preuve était la plupart du temps impossible.

Nous avons donc distingué le joueur du spéculateur en ce sens que le second opérait dans le cercle normal de ses affaires, tandis que le premier, étranger à ce commerce, ne pouvait prendre position que d'après des données illusoires ou tout au moins insuffisantes. La même opération, qui pour le spéculateur est le résultat d'un calcul sérieux, ne peut être pour le joueur qu'une question de hasard, un coup de dés; celui qui l'entreprend se fie à la chance ou à une foi aveugle en des bruits souvent peu fondés.

Comme le fait remarquer M. Claudio Janet dans son ouvrage sur les spéculations commerciales, cette idée n'est pas neuve en législation. Le code hongrois punit des peines de banqueroute « celui qui s'est rendu insolvable par des jeux de Bourse et par des spéculations ne rentrant pas dans le cercle normal de ces affaires. »

Moyen d'écar-
ter les joueurs.

Voilà donc une disposition légale basée sur la distinction proposée plus haut. Acceptons-la également et dès lors nous pourrions affirmer que

les caisses de liquidation sont capables d'opposer aux joueurs une barrière infranchissable.

Prenons d'abord l'exemple de la caisse de Roubaix-Tourcoing.

Pour faire inscrire une opération dans ses livres, il faut être agréé par le conseil d'administration. L'article II du règlement dit en effet : « Toute personne domiciliée à Roubaix ou à Tourcoing, qui veut opérer sur le marché à terme par l'entremise de la caisse de liquidation de Roubaix-Tourcoing, doit adresser préalablement une demande à l'effet d'être agréée par le conseil d'administration de la société, et de faire fixer les limites de son crédit.

« De plus, pour être admise, elle doit appartenir soit au commerce, soit à l'industrie de la laine.

« Seuls, les clients reporteurs ne sont pas tenus de justifier de cette qualité. »

Il ne faut pas en conclure cependant que les maisons étrangères soient invariablement écartées du marché. Elles doivent seulement avoir à Roubaix soit une succursale, soit un représentant accrédité ayant tous pouvoirs.

Les maisons dont le siège social est à l'étranger, doivent de plus produire une garantie d'un tiers solvable domicilié en France.

De plus, toutes les opérations doivent être faites au nom d'une maison de commerce. Des associés ne

pourraient pas en faire pour leur compte personnel.

Il n'y a donc pas de fissure possible ; pour opérer à Roubaix il faut absolument être lainier.

Ainsi les maisons de banque elles-mêmes ne sont admises au marché que pour les reports, et nous avons essayé de prouver que ce genre d'opération n'avait absolument rien de commun avec le jeu.

Cette précaution était indispensable, car toute personne aurait pu jouer en se servant de ces intermédiaires.

Il ne resterait donc plus que deux voies par lesquelles les joueurs pourraient s'introduire sur le marché. Ce serait en se servant de l'entremise d'une maison de commission ou de celle d'un fabricant régulièrement admis à y opérer.

Les joueurs ne peuvent se servir des maisons de commission.

Mais, contre cette manœuvre, des précautions ont été également prises. Chaque maison de commission s'engage à faire inscrire à la caisse toutes les opérations qui passent par ses mains, et à n'admettre au nombre de ses clients que des lainiers, c'est-à-dire des personnes s'occupant de ce commerce. On a vu même des jours où la caisse a effectivement demandé la preuve que cet article du règlement était observé, en exigeant la livraison des livres.

Dans tous les cas où une fraude serait découverte, elle entraînerait la radiation définitive des livres de la caisse de liquidation.

Mais un joueur pourrait s'adresser encore à un commerçant de la place et opérer sous le couvert de son nom. Nous ne pouvons pas affirmer qu'il soit impossible de frauder de cette façon, mais c'est du moins très difficile.

Ni celui des commerçants régulièrement inscrits.

Il ne suffit pas, en effet, qu'un commerçant soit agréé par la caisse de liquidation, pour qu'il puisse y porter des opérations en nombre illimité. En même temps que le conseil fait inscrire une maison sur les registres, il lui fixe un maximum au-delà duquel elle ne peut s'engager.

Certaines caisses cependant, comme celle de Roubaix, afin de se prêter plus facilement aux besoins des commerçants, admettent qu'on puisse le dépasser sur demande, mais dans une mesure très restreinte, et en doublant ou en triplant le dépôt original exigé pour chaque opération. De plus, il peut être tenu compte dans une certaine mesure, pour le calcul de ce maximum, de la compensation qui s'opère entre les achats et les ventes non liquidés. Mais ce ne sont que des exceptions assez rares.

Ce maximum est calculé sur le capital de la maison, sa surface, son chiffre d'affaires. Il peut être augmenté sur demande transmise par le directeur au conseil d'administration, avec toutes les pièces à l'appui, prouvant le développement des

affaires. De même, le conseil d'administration peut l'abaisser, lorsque le capital de la maison a été diminué, son chiffre d'affaires restreint, sa solidité entamée.

Le crédit de chaque maison est donc limité par des barrières qui, assez espacées pour lui permettre toutes les opérations utiles, l'empêchent cependant de servir, en toutes circonstances, de prête-nom à des joueurs ou agioteurs absolument étrangers au commerce de la laine.

A Roubaix, donc il est possible que de temps en temps quelques opérations de ce genre arrivent à passer, mais elles sont noyées dans la masse de celles qui sont faites par des maisons opérant sagement dans le cercle normal de leurs affaires.

La même observation pourrait être faite pour la caisse de liquidation du Havre, qui admet les mêmes règles que celle de Roubaix.

L'article III dit en effet : « Le contractant doit être domicilié et patenté au Havre ; il doit être agréé par le conseil d'administration, qui peut toujours revenir sur l'admission et en suspendre ou annuler les effets. »

Dans ces deux établissements, il est donc prouvé que les joueurs n'ont pas accès.

Projet de caisse
de liquidation à
Paris. Cas spé-
cial.

Le projet de règlement de la caisse de liquidation de Paris portait l'article suivant : « Le contractant

doit être patenté ou représenté par un courtier. Lui ou son représentant, s'il n'habite pas Paris, doit y faire élection de domicile. Tout contractant doit être agréé par le conseil d'administration. »

Quoique ce règlement soit rédigé dans un esprit analogue à celui qui a présidé à l'établissement des caisses du Havre et de Roubaix-Tourcoing, nous devons relever deux différences assez sensibles, qui au point de vue qui nous occupe, pourraient avoir de graves conséquences.

D'abord pour être admis à faire inscrire une opération, il suffit de faire élection de domicile à Paris. Cette mesure est absolument nécessitée par les conditions du marché des sucres de Paris, qui est avant tout un marché national. Les fabricants sont, en effet, répandus dans de nombreux départements, et il serait gênant pour eux de devoir prendre un représentant attitré à Paris. La différence sous ce point de vue est considérable, par exemple, avec le marché des peignés de Roubaix, où tous les négociants, filateurs et fabricants de tissus sont réunis sur quelques lieues carrées.

La seconde différence est beaucoup plus grave et ne manque pas de prêter à critique : Pour être inscrit à la caisse de liquidation de Paris, il aurait suffi d'être patenté ou représenté par un courtier. Cet article indique donc expressément que l'on pourra

se faire admettre à la caisse de liquidation sans être patenté, à la condition d'être représenté par un courtier. A Roubaix, au contraire, comme nous l'avons dit plus haut, chaque fois qu'un courtier fait inscrire une opération, il est obligé de livrer le nom du client vraiment lainier pour qui il opère, et c'est le nom seul de ce client que la caisse considère, c'est lui qui doit figurer sur la liste des personnes admises à opérer. Le courtier ne peut se porter fort pour son client, il n'a d'autre rôle que de le représenter, et de cacher son nom à sa contrepartie.

La solution admise par le projet de caisse de Paris n'est en somme qu'une concession faite aux courtiers, qu'il a fallu ménager. Jusqu'à présent, en effet, ces derniers prenaient le droit de passer des marchés pour leur propre compte, ils étaient donc à la fois intermédiaires et négociants. Admettre la solution préconisée par la caisse de Roubaix, c'était battre en brèche leur situation. On savait que ces derniers auraient, dans ces conditions, tout tenté pour faire avorter le projet. On a donc transigé.

Mais les conséquences de cet article sont graves. Tout ce que nous avons dit plus haut sur la possibilité d'écarter les joueurs du marché, au moyen des caisses de liquidation, serait donc resté lettre morte

pour la Bourse de Paris, à moins que les courtiers n'eussent consenti à en faire eux-mêmes la police. Dans le cas contraire joueurs et agioteurs, à la condition seulement de verser dépôts et marges, auraient pu y continuer leurs agissements.

Cette façon si simple d'écarter les parasites du marché n'est-elle pas cependant en réalité de beaucoup préférable à toutes les menaces platoniques de la loi, et même à une répression toujours trop tardive, en supposant même qu'elle ne soit pas arbitraire ? N'y a-t-il pas lieu d'espérer que bientôt tous les grands marchés se décideront à l'appliquer ?

Conclusion.

A un autre point de vue, cette solution est encore souhaitable. L'opinion publique a été, en effet, fortement émue par les actes scandaleux dévoilés dans les derniers désastres. Si les commerçants n'arrivent pas eux-mêmes à faire la police de leurs marchés, ce sera donc forcément, un jour ou l'autre, l'État qui s'en chargera, et dès lors tout sera à craindre. Voyez plutôt les conséquences désastreuses auxquelles donna naissance la fermeture des Bourses de commerce en Allemagne.

**C) L'agiotage
et la spéculation trop imprudente.**

Le jour où les principes qui viennent d'être exposés auront été partout admis, la question de l'assainissement des marchés à terme pourra être considérée comme à peu près résolue. Il restera cependant encore un problème dont la solution demandera l'application d'un procédé spécial. Les personnes étrangères aux affaires étant en effet écartées du marché à terme, il faudrait encore empêcher les professionnels de se livrer à l'agiotage ou même à une spéculation exagérée, comme cela s'est produit trop souvent.

Nous avons, en effet, défini l'agiotage : toute mesure qui tend à imprimer aux cours des fluctuations, qui ne sont pas commandées par l'état réel du marché.

Il consiste, comme nous l'avons dit, à augmenter subitement, dans de grandes proportions, l'offre ou la demande de façon à tromper les commerçants sur la marche véritable des affaires, dans le but de pêcher en eau trouble, ou d'écouler un stock dans les conditions favorables créées par la fluctuation des cours que l'on a provoquée.

Déjà, par les limites du crédit accordé à chaque maison, la caisse de liquidation s'oppose à des achats capables d'amener un accaparement plus ou moins complet des marchandises. En effet, pour donner des bénéfices, une opération semblable ne peut être faite que sur une vaste échelle, de beaucoup supérieure au chiffre normal des engagements d'une maison.

Comment la
caisse de liquida-
tion empêche l'a-
giotage.

De plus, le conseil d'administration a le droit d'augmenter, par mesure générale ou individuelle, le dépôt original ordinairement exigé pour l'inscription de chaque affaire. C'est une arme dont il peut user dès qu'il s'aperçoit qu'un grand nombre de clients se portent dans un même sens et pour des quantités considérables, sans que cette manœuvre soit nécessitée par le mouvement de leurs affaires.

Le conseil peut même élever le dépôt aussi haut qu'il le juge utile pour rétablir le bon équilibre sur le marché. Les couvertures exigées pour une très grande opération de ce genre, qui ait quelque chance d'être fructueuse, représentent pour chacune de ces maisons des sommes considérables, et elles sont, si solides soient-elles, forcément maintenues par ce frein qu'il est possible de serrer aussi fort que l'exigent les circonstances.

Ce procédé offre de considérables avantages sur

les dispositions pénales de la loi, qui ne peuvent atteindre que l'auteur d'un délit déjà commis. Ici, au contraire, le mal est extirpé, pour ainsi dire encore dans son germe. Seul celui qui a tenté cette opération en souffre, puisque la perturbation qu'il a cherchée n'a pas le temps de se produire, et qu'il est obligé de se racheter trop tôt en payant des commissions pour des affaires qui ne lui donnent en retour aucun bénéfice.

IV. — COMMENT LES CAISSES
DE LIQUIDATION EMPÊCHENT LES FRAUDES
DES COURTIERS.
QUESTION DU SECRET DES AFFAIRES

La caisse de liquidation offre encore l'avantage de de rendre impossibles la plupart des fraudes auxquelles certains courtiers pourraient être tentés de se livrer.

Elle empêche
les fraudes des
courtiers.

Nous avons vu d'abord qu'il leur est très facile de porter au compte de leurs clients la cote la plus désavantageuse qui ait été pratiquée pendant la journée, et de prendre la différence entre ce cours et celui auquel ils ont réellement passé l'opération.

Nous ne contestons sans doute nullement l'honorabilité de cette catégorie d'intermédiaires prise dans son ensemble, mais il est avéré cependant que des escroqueries de ce genre ont été quelquefois commises par certains d'entre eux. Les courtiers ont donc intérêt, pour se mettre désormais à l'abri de tout soupçon de ce genre, à voir s'établir un contrôle

sérieux, qui rende impossible toute tentative frauduleuse.

Elle communique au client le prix réel de chaque affaire.

En même temps que la caisse inscrit une opération, elle fait mention du prix auquel elle a été passée. Or, le courtier est obligé de faire une déclaration exacte, puisque la caisse enregistre à la fois les deux parties d'une affaire, côté acheteur et côté vendeur. Donc, le courtier ne peut songer à tromper la caisse. Or, tout client qui doute des affirmations de son courtier peut en demander la preuve à la caisse. Celle-ci lui remet alors la pièce suivante :

MONSIEUR,

Nous avons l'honneur de vous avertir qu'il a été inscrit pour votre compte, le....., sous le N°., une vente (ou achat) de telle marchandise, sur tel mois, au prix de..... francs....., sur la demande du courtier, M.....

SIGNÉ : *Le Directeur de la Caisse.*

Toutes les précautions sont donc prises. La fraude est absolument impraticable.

Le client, qui a donné un ordre à exécuter au mieux, peut également s'assurer de la façon dont l'intermédiaire s'est acquitté de son mandat. Chaque jour, en effet, la caisse de liquidation de Roubaix-Tourcoing publie une cote officielle détaillée, mentionnant le

nombre et le cours de toutes les affaires passées dans la journée. Voici un modèle de ce genre :

MOIS	Cote précédente	Cote 11 h. 1/2 à Ronbaix	Cote 4 h. 1/2	OFFRES	
				Acheteurs	Vendeurs
»	»	»	»	»	»
»	»	»	»	»	»
»	»	»	»	»	»
»	»	»	»	»	»

Affaires traitées :

10.000 à 6,10 sur juin.

5.000 à 6,15 sur

10.000 à 6,10 sur juillet.

5.000 à 6,12 sur

25.000 à 6,12 sur août, etc., etc.

De cette façon, l'opérateur se rend compte si le courtier a défendu sagement ses intérêts, ou si, au contraire, il a exécuté ses ordres dans des conditions inférieures à la moyenne des affaires enregistrées.

Deux courtiers compères ne peuvent plus également s'entendre pour passer une opération à un prix non coté, dans le but de voler la différence en la partageant avec la contrepartie qui consentirait à remplir ce rôle d'escroc. Le client s'apercevrait aussitôt de la manœuvre dont il serait victime.

Cette publication détaillée et authentiquée de la cote rendrait surtout des services sur les places où

les courtiers peuvent opérer pour leur propre compte. Ils sont, en effet, naturellement portés, quand ils font inscrire leurs opérations, à prendre les plus avantageuses pour eux-mêmes, et à ne laisser que les moins bonnes à leurs clients, surtout si ces derniers sont éloignés de la place. Ce procédé devrait, dès lors, être définitivement abandonné.

La question du
secret des affaires
et du conseil
d'administration.

Mais une autre grave question se pose encore. Il est impossible de faire fonctionner une caisse de liquidation sans l'intervention d'un conseil d'administration, et on ne pourrait songer à le composer autrement que de commerçants et d'industriels choisis parmi les plus notables de la place. Eux seuls, en effet, ont la capacité et les connaissances voulues pour édicter les prescriptions utiles, et imposer aux opérateurs les règles de sagesse que peut nécessiter la situation toujours mobile du marché. Or n'est-il pas à craindre que ce conseil n'abuse de la connaissance qu'il aura des engagements de chacun, pour faire des tentatives d'étranglement ou autres manœuvres capables de nuire aux clients qui leur livrent le secret de toutes leurs affaires ?

Pour répondre à cette question, il faut distinguer les différentes parties du rôle qui est attribué au conseil d'administration.

La première de ces fonctions est de fixer à chaque client le chiffre maximum de ses engagements.

Commercialement parlant, les membres du conseil d'administration n'ont aucun intérêt à favoriser l'un plus que l'autre. Aucun d'eux ne sait, en effet, si dans la suite des affaires le postulant opérera ou non dans le même sens que lui et si, par conséquent, il a intérêt à limiter ou à étendre le plus possible son crédit.

De plus, ce maximum est basé sur des considérations très sérieuses et sur des pièces qu'est obligé de fournir le postulant ; ce n'est donc pas une question de pur arbitraire. En admettant même que ce dernier eut quelques ennemis personnels au sein du conseil, il serait difficile d'admettre qu'ils fussent assez nombreux pour former majorité dans une assemblée d'une dizaine de membres. Pour mettre leurs décisions à l'abri de tout soupçon de partialité, les administrateurs sont d'ailleurs toujours choisis parmi les commerçants les plus importants et les plus honorablement connus de la place.

Ce qui vient d'être dit pourrait être répété en ce qui concerne les demandes d'augmentation de crédit, puisque la procédure employée est exactement la même.

Reste donc à étudier le point le plus intéressant : les administrateurs connaissent à tout instant les affaires de leurs concurrents. Il est absolument incontestable qu'une telle situation entraînerait de

graves dangers pour les clients; or jamais une caisse de liquidation n'a songé à le créer.

Deux systèmes ont été proposés. Le premier consiste à représenter chaque opérateur par un numéro. Le conseil d'administration surveille les agissements de chaque numéro, en tenant compte de la limite de crédit qui lui a été assignée. Mais, comme le fait remarquer M. Boverat, dans le rapport présenté à la Société d'économie politique (1), « les numéros remplacent des noms, et ce n'est pas à des numéros que vous écrivez pour faire des appels de marges ». Nous croyons qu'en fait le secret serait bien difficilement observé, et qu'un œil avisé trouverait la clef lui permettant de placer des noms de maison devant les colonnes de chiffres qui lui seraient présentées.

Solution adoptée à Roubaix.

L'autre solution, incontestablement la meilleure, est celle qui a été admise par la caisse de liquidation de Roubaix-Tourcoing.

Les administrateurs, en principe, ne connaissent rien de la position des opérateurs. C'est au directeur que sont envoyées toutes les demandes d'inscription, et c'est lui seul qui est juge de leur admissibilité. Seul, il fait également les appels de dépôts et de marges que nécessite l'état des cours. Seul aussi, il

(1) *Bulletin de la Fédération des industriels et commerçants français*, octobre 1905.

avertit le client, lorsque celui-ci a atteint le maximum d'engagements qu'il a le droit de contracter. Toutefois, lorsqu'un cas lui semble douteux, ou lorsqu'il remarque une tendance à l'étranglement, il est chargé d'en avertir l'administrateur de service, qui porte l'affaire devant le conseil, s'il le juge utile. C'est donc le seul cas où celui-ci soit appelé à connaître la situation d'un client, et il est assez rare; mais il est impossible de l'éviter. Selon les circonstances, le conseil peut alors prononcer la radiation du client, limiter le nombre de ses engagements ou augmenter le dépôt original exigible.

Il est incontestable que cette façon d'opérer donne au directeur des pouvoirs considérables, surtout si l'on tient compte que, grâce au secret professionnel, auquel il est rigoureusement tenu, il peut s'émanciper de tout contrôle. La seule sanction possible d'une irrégularité est la révocation, applicable dans le cas où une faillite ou une difficulté quelconque viendrait à la rendre patente. Il faut donc, avant tout, faire un choix scrupuleux parmi les nombreux candidats qui convoitent la place. Il convient aussi de lui donner un traitement assez considérable, pour que la crainte de le perdre puisse le retenir, dans le cas même où il serait tenté de fermer les yeux sur certains agissements d'un opérateur.

Il faut d'ailleurs bien remarquer que le directeur

ne sera l'objet de tentatives de corruption que de la part de maisons gênées ou trop aventureuses. Les risques qu'il courrait donc en leur accordant un traitement de faveur seraient considérables, puisque la gêne et les opérations scabreuses ne sont que trop souvent le prélude de la ruine. Et dès lors impossible pour le directeur d'éviter les investigations.

Ajoutons d'ailleurs que les caisses de liquidation, qui ont adopté ce système, n'ont eu qu'à s'en féliciter, et ce simple fait vaut peut-être beaucoup mieux que toutes les démonstrations théoriques.

V. — LES CAISSES DE LIQUIDATION JUGÉES PAR LES COMMERÇANTS

Avant d'étudier les services que peut rendre une caisse de liquidation dans un temps de crise, jetons un coup d'œil sur les avantages qu'en ont retirés certaines places de commerce et sur l'opinion qu'émettent les commerçants, après avoir constaté son œuvre.

Comment les
Havrais jugent
leur caisse de li-
quidation.

Nous aurons occasion d'étudier plus loin, d'une façon spéciale, la caisse de liquidation de Roubaix, parlons donc maintenant de celle du Havre.

D'abord, les Havrais sont-ils mécontents de l'avoir installée ? Il est exact que dans le monde des commerçants sérieux on se plaint quelquefois de la caisse de liquidation, à cause de la rigueur inflexible de son règlement ; mais, chose bizarre, tout le monde continue à s'en servir, alors qu'aucune loi, aucun règlement de place ne force à passer par son intermédiaire. Voici comment la chose s'explique :

La caisse de liquidation est très sévère pour ses

clients, elle ne fait crédit à aucun d'eux, ne diminuant en rien le minimum de garanties toujours exigible. Bien plus, aussitôt qu'un client lui inspire quelque doute sur sa solvabilité, ou sur le caractère sérieux de ses opérations, elle augmente, comme sa constitution le lui permet, le dépôt original nécessaire pour l'inscription de chaque opération. Il est bien certain que ceux qui sont touchés par des dispositions de ce genre, ou qui se voient même fermer l'accès de la caisse, se plaignent amèrement de ce qu'ils appellent un excès de sévérité.

La caisse trouve encore parmi ses adversaires, ceux dont elle a fait déclarer la faillite. Ceux-ci s'en prennent à l'organisation de l'appel des marges, et prouvent dans certains cas que cette catastrophe leur aurait été évitée s'ils avaient réglé seulement à l'échéance. Comme le fait remarquer M. Paul des Rouziers (1), il est en effet très dur de se voir déchu parce que, à un moment quelconque de la période qui sépare la naissance du contrat de sa réalisation, on n'a pas été en mesure de régler une différence existant à son détriment, alors qu'en fin de compte on pouvait avoir droit à un profit.

Malgré ces griefs, tous les marchés passent par l'intermédiaire de la caisse de liquidation, parce

(1) *Réforme économique*, 3 sept. 1905.

qu'au fond chacun sait que cette sévérité est la condition même de sa solidité, et de la sécurité qu'elle répand dans le monde des affaires. Chacun, quoique trouvant ses règles un peu dures à son égard, prétend user de la garantie absolue que la caisse donne en retour à ses clients. C'est pourquoi on s'en plaint quelquefois, mais on y revient toujours. Cette affluence des commerçants est la meilleure preuve que cette institution est bonne et qu'elle rend de grands services.

Les faits viennent d'ailleurs prouver que la sécurité absolue qui règne ainsi sur le marché est en partie la cause même de la prospérité de la place. M. Paul des Rouziers, dans l'article cité plus haut, donne comme exemple le fait suivant :

Elle est une des causes de la prospérité de la place.

« Hambourg avait en magasins au 31 décembre 1902 moins de 100.000 tonnes de café ; exactement 91.000 ; environ le huitième du stock mondial. Avec ses deux cent mille tonnes, le Havre détenait à lui seul le quart de ce stock. La proportion est d'autant plus surprenante que les quantités de café entrées et sorties par Hambourg sont plus considérables que les quantités entrées et sorties par le Havre. Le mouvement de Hambourg a été, en 1901, de 204.000 tonnes à l'importation, celui du Havre se chiffre seulement par 150.682 tonnes à l'importation et 27.054 à l'exportation.

» On peut donc s'étonner de voir que Hambourg reçoit et expédie plus de café que le Havre, alors que le stock du Havre est le double de celui de Hambourg. »

L'auteur observe que le taux de l'escompte est généralement moins cher en France qu'en Allemagne. Toutefois ce n'est pas là qu'il veut chercher l'explication de ce fait, mais bien dans l'organisation sérieuse de la caisse de liquidation, jointe à la liberté absolue des affaires à terme. Parlant, en effet, du taux de l'intérêt, il s'exprime ainsi :

« Mais ce motif de préférence n'est pas spécial au Havre, et la revanche du bas de laine français s'opère tout aussi bien à Marseille, à Bordeaux, dans tout autre port français. Quel attrait particulier détermine donc les cafés à venir au Havre ?

» Le principal est, sans contredit, la bonne organisation du marché à terme, complété par une caisse de liquidation, institution locale, imaginée et établie par les Havrais, et qui a servi d'ailleurs de modèle à plusieurs créations analogues en France et à l'étranger.

« Sans le marché à terme, les millions de sacs de café qui sont aux entrepôts n'y seraient pas venus, et n'y demeureraient pas. Ils n'y séjournent pas, en effet, au compte des mêmes personnes, ils ne restent pas dans les mêmes mains. L'espérance d'un profit

à réaliser pousse les spéculateurs à acheter, vendre et racheter sans cesse ces mêmes sacs de café, qui changent bien des fois de propriétaire sans changer de place. Ils demeurent là pour gager les opérations dont ils sont l'objet, et leur présence ne s'explique que par ces opérations. Entre tous les ports de France sur l'Océan, le Havre n'est devenu le grand entrepôt des cafés, qu'en raison de l'activité et de l'organisation du marché à terme. »

Voilà un exemple choisi au milieu de beaucoup d'autres et qui prouve amplement que les Havrais sont loin de trouver néfaste l'organisme qu'ils ont créé et inventé eux-mêmes pour les besoins de leur commerce.

Or tout ce qui vient d'être dit pour le Havre pourrait être répété pour Roubaix, comme nous le prouverons plus loin. Il est donc incontestable que cette institution donne d'excellents résultats à ceux qui en ont pris l'initiative.

Mais après avoir étudié le mécanisme de la caisse en temps normal, et avoir tenté d'en démontrer les avantages, nous allons examiner son action en temps de crise, et voir quel peut être son rôle dans ces terribles périodes d'effondrement que les cours traversent de temps en temps, d'une façon parfois si soudaine et toujours féconde en ruines.

TROISIÈME PARTIE

LE KRACH ET LA CAISSE DE LIQUIDATION

OU

ETUDE COMPARÉE DE LA CRISE DE ROUBAIX-TOURCOING EN 1900

ET DE CELLE DE PARIS EN 1905

UN KRACH AVEC CAISSE DE LIQUIDATION

Crise lainière dite de Roubaix-Tourcoing en 1900

Le marché à terme de Roubaix-Tourcoing fut créé en 1888, en même temps que la caisse de liquidation et de garantie, société anonyme fondée dans les conditions indiquées plus haut.

Formation du
marché de Rou-
baix-Tourcoing.

Quoique admettant, en principe, tous genres d'opérations, cette caisse n'a eu jusqu'aujourd'hui à enregistrer que des marchés sur laine peignée.

Le peigné de laine, comme l'appellent les commerçants, est un produit semi-manufacturé que l'on obtient après avoir lavé et dégraissé la laine brute appelée laine en suint, et l'avoir fait passer dans une machine, sorte de carde nommée peigneuse, qui la débite en longs rubans uniformes. Ce produit doit ensuite être travaillé dans les filatures, qui le transforment en fils.

La création du marché à terme fut la conséquence des risques énormes que subissaient les impor-

tateurs et les détenteurs de cette marchandise. Elle eut pour résultat immédiat de détourner sur Roubaix et sur Tourcoing une partie notable du trafic des laines, presque monopolisé jusqu'alors sur les places de Londres, Anvers et Leipzig.

Au début, la laine fine de Buenos-Ayres ou Montevideo fut seule admise sur le marché à terme, mais en 1898, devant la diminution de la production de cette dernière, on y admit également les laines analogues du Cap et d'Australie. Chaque année, la caisse de liquidation choisit, dans l'une quelconque de ces trois catégories, un type sur lequel devront rouler les transactions. C'est ainsi que toutes les affaires faites en Bourse de Roubaix portent la mention : « type unique ». Devant la diminution de la production, faute de prendre cette mesure, on courait à un étranglement certain.

Les fluctuations des cours diminuent depuis 1888.

Conformément aux prévisions, la création de ce marché à terme, auquel était adaptée une caisse de liquidation, eut pour conséquence de donner à la cote une régularité inconnue jusqu'alors.

Pour le prouver, il suffit de consulter les tableaux suivants :

Tableau des fluctuations des cours des laines pendant les huit années qui précéderent et qui suivirent la création du marché à terme (Type Australie).

	1880	1881	1882	1883	1884	1885	1886	1887
Janvier.....	8	7,50	7,40	7,15	7	6,80	5,55	6,45
Février.....	9,25	7,25	7,40	7,15	7	6,70	5,15	6,35
Mars.....	9,40	7,10	7,50	7,15	6,75	6,70	4,85	6,30
Avril.....	10.	7,05	7,50	7,15	6,75	6,40	4,65	6,10
Mai.....	8,90	7,15	7,50	7,15	6,75	6,35	5,85	5,90
Juin.....	8,60	7,60	7,40	7,15	6,75	6,10	5,85	6
Juillet.....	8,40	7,40	7,40	7,15	6,75	5,90	7	6
Août.....	8,40	7,45	7,40	7,15	6,75	5,75	7,25	5,90
Septembre.....	8,50	7,50	7,30	7,15	7	5,55	7,25	5,80
Octobre.....	8,20	7,45	7,30	7,15	7	5,55	6,90	5,65
Novembre.....	8,10	7,50	7,30	7,10	7	5,55	6,60	5,65
Décembre.....	7,90	7,40	7,15	7,10	7	5,55	5,85	5,85
Écarts des cours..	2,10	0,55	0,35	0,05	0,25	1,25	2,60	0,80

	1888	1889	1890	1891	1892	1893	1894	1895
Janvier.....	5,80	5,85	6,85	5,85	4,80	4,80	4,40	3,80
Février.....	5,70	6,05	6,75	5,60	4,75	4,90	4,45	4
Mars.....	5,65	6	6,70	5,75	4,65	5,25	4,40	4
Avril.....	5,85	6,15	6	5,80	5,10	5,05	4,30	3,85
Mai.....	6	6,15	5,90	5,65	4,85	4,95	4,25	3,90
Juin.....	6	6,15	5,75	5,65	4,85	4,90	4,50	4
Juillet.....	6	6,80	6,95	5,65	4,85	4,90	4,40	4,25
Août.....	6	6,85	6,25	5,60	5,15	4,75	4,45	4,80
Septembre.....	6	6,85	6,60	5,45	4,90	4,70	4,25	5
Octobre.....	6,25	7,10	6,50	5,30	4,75	4,60	3,95	4,85
Novembre.....	6,25	7,20	6,10	5,15	4,90	4,50	3,80	4,75
Décembre.....	6,05	7,15	6	4,90	4,80	4,45	3,80	4,65
Écarts des cours..	0,60	1,45	1,05	0,95	0,45	0,80	0,70	1,20

Prenons dans ce tableau la moyenne des écarts que subirent les cours pendant les huit années qui précédèrent la fondation d'un marché à terme organisé à Roubaix et comparons-la à celles qui furent observées pendant les années qui suivirent.

Nous trouvons, pour le premier tableau, un total de 7 fr. 95 et, pour le second, 7 fr. Si nous en déduisons la moyenne des fluctuations pour chaque année, nous obtenons, pour la première période, sensiblement 1 franc et, pour la seconde, 0 fr. 87. Il est donc évident que les cours ont été moins bouleversés après l'établissement de la caisse de liquidation et du marché organisé qu'ils ne l'avaient été ultérieurement.

Il est donc faux de prétendre, comme on l'a fait, qu'à Roubaix cette institution avait été une cause de perturbation.

Disons de suite que les prix atteints par la laine peuvent varier entre 3 fr. 25 et 6 fr. 25 ;

De 3 fr. 25 à 3 fr. 75 elle est à vil prix ;

De 3 fr. 75 à 4 fr. 25 — bon marché ;

De 4 fr. 25 à 4 fr. 60 — cours moyen ;

De 4 fr. 60 à 4 fr. 90 — assez cher ;

De 4 fr. 90 à 5 fr. 60 — cher ;

De 5 fr. 60 à 6 fr. 25 — très cher.

M. Colrat (1) s'exprime ainsi en examinant le

Historique des
cours de 1890 à
1900.

(1) *Revue politique et parlementaire*, janvier 1901.

tableau synoptique des cours entre 1890 et 1900. « On observe que de septembre 1890 à décembre 1894, les peignés ont été presque constamment à la baisse : septembre 1890, 6,65 ; février 1891, 5,35 ; mars 1892, 4,40 ; octobre 1893, 4,25 ; décembre 1894, 3,35 ; soit, en quatre années, 50 % de baisse. De décembre 1894 à décembre 1897, les différences de niveau sont moins fortes. On atteint le plus haut à 4,45 en mars 1896, pour descendre à 3,90 en 1897. Mais de décembre 1897 à décembre 1900, la chèvre bondit. Une ligne ascendante presque verticale passe en 24 mois de 3,90 à 6,85 (décembre 1899), puis en 12 mois avec une pente plus abrupte encore de 6,80 à 3,80. Cette hausse et cette baisse, qui apparaissent sur le tableau d'une manière si saisissante, c'est ce qu'on appelle inexactement la crise de Roubaix. »

Cette dernière observation est très juste, car toutes les places lainières du monde ont été touchées par cette crise, et il fallait d'ailleurs qu'il en fût ainsi à cause des liens intimes qui unissent aujourd'hui les cours de tous les marchés.

Roubaix-Tourcoing n'a donc été si gravement touché qu'à cause de son importance même, et c'est pour cela qu'on fut tenté, en France principalement, de donner le nom de cette ville à un krach qui fut, en réalité, un fait universel. La place de Roubaix-

Tourcoing est, en effet, le plus grand centre de consommation du monde, elle a pour ainsi dire réalisé à son profit une sorte de monopole de la fabrication des tissus de laine. Les autres centres ne sont que peu considérables auprès d'elle. Toutes les maisons importantes d'Europe sont obligées d'y avoir des bureaux et des représentants.

C'est ainsi que parmi la liste des clients les plus assidus du marché à terme, on peut voir figurer en grande quantité des noms anglais, allemands, belges, italiens, voire même espagnols. Les commerçants de Reims, d'Amiens, de Paramet, des Pyrénées y traitent très couramment des affaires. Sans Roubaix-Tourcoing, ils ne trouveraient pas le moyen, soit de s'approvisionner, soit d'écouler leurs produits.

A Paramet particulièrement, on s'occupe beaucoup de la préparation d'un certain genre de laine auquel les eaux du pays sont favorables, mais c'est à Roubaix qu'on la présente ensuite pour trouver preneur.

Londres, sans doute, a un marché de laine extrêmement important, et les ventes publiques qui y sont faites plusieurs fois par an sont fréquentées par les négociants du monde entier, mais la marchandise ne fait qu'y passer, elle n'y séjourne pas, ce n'est pas sur cette place qu'on la met en

œuvre. En sortant du marché, c'est en grande partie sur Leipzig et surtout sur Roubaix qu'elle est dirigée. Espérons d'ailleurs que notre port de Dunkerque ne tardera pas, grâce à l'institution d'un marché à terme bien organisé pour les laines brutes, à enlever aux Anglais les bénéfices que leur procurent ces transactions.

Il est donc bien établi que les désastres ne furent plus nombreux à Roubaix qu'à cause du grand nombre des affaires qui s'y traitaient, et que, comme toute autre, cette place n'a eu que sa part de responsabilité dans les événements que nous allons décrire.

Mais à quoi faut-il attribuer les mouvements désordonnés de hausse et de baisse signalés plus haut ? Sont-ils la conséquence de l'agiotage, et auraient-ils été favorisés par la création des grands marchés à terme, ou ne sont-ils dus qu'à une suite de circonstances toute fortuites, modifiant subitement l'état du marché ? faut-il encore les attribuer à une erreur dans les calculs de la spéculation, erreur causée elle-même par des défauts de statistique ou des renseignements faux ?

Causes de la
crise.

C'est un point que nous devons étudier, car chacun a encore présent à la mémoire le souvenir de la campagne terrible qui fut en cette occasion menée contre les marchés à terme ; campagne dont faillit être victime le principe de la liberté des opérations à terme consacré par la loi de 1885.

Cette étude nous procurera d'ailleurs l'occasion de soutenir par l'appui des faits les principes que nous avons posés dans la première partie de ce travail.

On s'entend généralement à reconnaître plusieurs causes à la crise lainière de 1900. Étudions d'abord quelles furent les raisons déterminantes de la hausse de 1899.

La hausse.

Celle-ci fut, avant tout, la conséquence des mauvaises nouvelles qui arrivaient des pays de production, à la suite de plusieurs années de grande consommation. En 1897 et 1898, la laine n'avait cessé d'être en hausse, aucun stock n'existait en fabrique, les prix avaient été très rémunérateurs, en un mot, les affaires avaient marché à merveille. L'année 1899 elle-même, comme les précédentes, avait procuré d'énormes bénéfices, tant aux négociants qu'aux industriels. On ne prévoyait aucun motif de changement probable à cette situation brillante. Puisque la récolte de laine était défectueuse, c'était donc à coup sûr la hausse ; bientôt même, à une certaine époque, le marché eut peur que la matière première ne lui fit totalement défaut :

« En effet, dit M. Motte, dans son discours à la Chambre des députés, les circulaires commentaient douloureusement les effets de la sécheresse en Australie. La mortalité, nous disait-on, était effrayante. L'on ajoutait même que les plaines du

côté de Brisbane étaient blanches de carcasses de moutons. Il y avait là un fond de vérité, mais dans d'autres pays il y avait compensation.

» On disait encore que les croisements étaient tels que les mérinos n'existaient plus. Les éleveurs, racontait-on, avaient avantage à faire des croisements avec les béliers Lincoln, parce qu'ils obtenaient ainsi des moutons rustiques, endurants, pouvant s'exporter sur pieds ou abattus dans des chambres frigorifiques, et faire la concurrence aux moutons anglais sur le marché de Londres. Ces croisements se faisaient dans de telles proportions que le mérinos ne se verrait plus. Telle était la thèse de tous les jours.

» Partant de cette crainte, les négociants et commerçants veulent aussitôt s'approvisionner pour éviter de payer les prix fabuleux qu'on disait inevitables. Cette soif de se couvrir précipite en quelques mois les cours sur une hausse jusqu'alors inconnue ; la frénésie des commerçants engendre ainsi le mal qu'ils cherchent à éviter.

» La mode du moment vint aussi pour sa part contribuer à étendre le désastre. On portait en effet, en 1899, beaucoup de costumes tailleur, et d'étoffes dont la fabrication nécessitait l'emploi de laines fines. Or, comme c'était précisément pour cette laine fine qu'on s'attendait à une pénurie plus grande, et

l'emballlement fut beaucoup augmenté de ce fait. Les bénéfices réalisés dans ces genres par la fabrique avaient été considérables, et pas un instant on ne réfléchit que, détournée par la hausse, la consommation pourrait se porter d'un autre côté.

» A ceux qui faisaient l'objection, on répondait simplement que dans un vêtement il n'y avait qu'un poids minime de laine fine, et que le client ne s'apercevrait même pas de cette hausse, limitée à cinq ou six francs, sur un produit qui lui coûte de soixante à cent quarante francs. »

Parti de 4,80 en janvier 1899, le peigné atteint 4,95, puis redescend à 4,82 le 1^{er} mars. Dès lors, la frénésie s'empare du monde lainier tout entier. Dans l'espoir de réaliser d'énormes bénéfices, le négoce ne vend que très peu ou pas du tout, la fabrique achète non-seulement pour sa consommation journalière, mais bien au-delà. Les affaires passées en quelques mois se chiffrent par des sommes énormes, et, à la fin de mai, le peigné atteint le prix de 6,20.

Mais, dès lors, apparaît une certaine hésitation. Quelques maisons, plus prudentes, commencent à avertir, par circulaire, leur clientèle des dangers de la situation : considérant que la hausse est exagérée, elles le prouvent au moyen de calculs réunissant, à la première inspection, toutes les apparences de

la plus rigoureuse exactitude. Voici, à titre d'exemple ce qu'écrivait alors la maison Savarin et C^{ie} :

« De ce qu'une réduction dans la production, coïncidant avec une mode nécessitant l'emploi de laine fine, doit nécessairement amener une certaine rareté et, conséquemment, une nouvelle base de prix, il ne s'en suivait pas que les cours dussent évoluer, en dehors de toute relation avec l'ensemble des conditions faites à l'article. Et pourtant, c'est là ce qui s'est produit : le rapport normal a été complètement perdu de vue et l'on s'est engagé dans une voie qui paraît avoir faussé la situation de la laine. On s'est aveuglé volontiers : c'est ainsi qu'on s'est figuré l'industrie entrée dans une phase critique, en se disant que la laine fine allait manquer et que le peu qui en resterait atteindrait des prix fabuleux. (Or, si la laine fine présentait un déficit, la production générale en laines de toutes les autres sortes était en progression constante : elles se composaient de qualités moyennes et communes qui avaient eu antérieurement leur période de vogue.) On ne tenait pas compte de la souplesse acquise par l'industrie et des mille ressources dont elle dispose pour parer aisément aux inconvénients, d'ailleurs considérablement grossis, que la réduction tant agitée pouvait avoir pour elle. C'est ainsi qu'on ferma les yeux

La crainte de baisse.

pour ne pas voir les énormes disponibilités résultant de l'inévitable abstention américaine (Au printemps de 1897, par suite de l'adoption du tarif Dingley, l'Amérique acheta suffisamment de laines pour trois années de consommation), et compensant bien au-delà du nécessaire la réduction signalée dans la production de l'Australie.

» S'il fallait en septembre-octobre aborder les pays de production sur des bases encore plus élevées, le négoce lainier se préparerait une campagne mauvaise, qui deviendrait désastreuse dans le cas d'un retour trop brusque aux laines moyennes et communes. Des gens avisés ne s'exposeront pas à ce danger, ils feront l'impossible pour amener les cours à terme à refléter plus fidèlement la situation réelle de l'industrie. »

Ce simple passage explique, mieux que ne pourrait le faire une longue dissertation, la véritable situation de la place. C'était un avertissement sérieux absolument motivé par l'état du marché. En effet, la prétendue rareté de la matière première allait être démentie par les faits. Bientôt, les arrivages se faisaient nombreux et certains haussiers raisonnables jugeaient bon de liquider leur situation. La laine passe à 5 fr. 70. Malheureusement, beaucoup ne voulurent pas admettre l'évidence.

La hausse reprend bientôt, les vendeurs à décou-

vert eux-mêmes s'effrayent, se rachètent et contribuent pour leur part à exagérer encore le mouvement. Le peigné atteint ainsi en novembre et décembre le cours de 6 fr. 80.

C'est le moment où s'ouvre la nouvelle campagne en Australie. Les acheteurs y sont nombreux et les acquisitions se font sur une base supérieure aux cours de 7 fr., parce que le prix des peignés est encore resté malgré la hausse proportionnellement en dessous des prix d'importation. Il semble dur, dès lors, aux importateurs de vendre au terme leur stock moins cher qu'ils ne l'ont payé dans le pays de production. Ils ne remarquent pas que, plus tard, quand la marchandise sera arrivée en Europe, rien ne les empêchera de couvrir cette première opération par une seconde faite en sens inverse ; qu'ils retrouveront, de cette façon, les sommes qu'ils auront d'abord perdues, et qu'ils pourront ensuite revendre leur stock en disponible au prix qu'ils jugeront convenable. Il leur semble, au premier aspect, trop dur de s'assurer dans ces conditions, et ils abandonnent le terme. Dès lors, cet admirable instrument est mis dans l'impossibilité de continuer ses services. Les risques deviennent donc terribles pour tous les détenteurs réels de la laine.

Nous nous permettons de tenter ici une digression, pour faire remarquer la fausseté d'une

accusation qui fut souvent lancée contre le marché à terme de Roubaix-Tourcoing. On lui a reproché d'avoir été lui-même, en grande partie, cause de la crise, en accentuant d'abord la hausse et en la rendant exagérée, puis en poussant subitement à la baisse jusqu'à en faire une cause de désastres innombrables.

Ne retenons, pour le moment, que la première partie de l'accusation, nous tenterons de faire justice de l'autre lorsque nous étudierons les moyens employés par la caisse de liquidation pour entraver la chute des cours.

Nous affirmons qu'il est absolument impossible de voir, dans les agissements du marché à terme de Roubaix, le principe de la hausse exagérée de 1900. Si en effet c'était le terme qui faisait alors monter les cours, comment se fait-il que les prix pratiqués à sa corbeille aient été, durant toute cette période, inférieurs au prix de revient de la marchandise achetée en Australie, transportée en Europe, lavée et passée par le peignage. Il y a là une énigme absolument inexplicable, et nous demandons, à ceux qui ont émis cette opinion, de nous donner la solution. En attendant, il nous semblera beaucoup plus logique d'affirmer, au contraire, que déjà bien avant la chute des cours, les opérateurs à terme moins confiants dans l'avenir que ne l'étaient les

acheteurs australiens, plus capables peut-être également de juger sainement la situation, ne voulaient plus suivre ces derniers sur le terrain où ils s'engageaient si imprudemment. Cet avertissement, « ce sifflet d'alarme », comme disait si bien M. Motte dans son discours à la Chambre des députés, aurait dû rappeler les négociants à la prudence ; mais malheureusement, on avait été précédemment trop heureux, on pensait à tout sauf à la baisse, on ne voulut point voir clair ; malgré l'évidence même on s'obstina.

Il est donc incontestable que le marché à terme, loin de pousser à la hausse, servit au contraire de modérateur, et qu'il eût une influence heureuse sur ceux qui voulurent bien ne pas fermer l'oreille à ses enseignements.

L'avenir d'ailleurs n'allait pas tarder à les confirmer de la façon la plus éloquente.

En présence de cette hausse énorme de la laine fine, on se rejette en effet sur de moindres qualités et sur les mélanges de coton. La baisse commence donc vers le milieu de décembre 1899, et le 1^{er} janvier 1900 les cours sont à 6 fr. 50. Une partie du négoce commence à s'effrayer, vend pour limiter sa perte ; d'où baisse jusqu'à 5 fr. 75.

Commencement
de la baisse.

A ce moment se forme un premier consortium dans le but de maintenir les cours ; il arrive à les

faire remonter à 6 fr., mais en mars l'effondrement commence du fait des importateurs qui veulent vendre à tout prix.

Remarquons de nouveau que tous ces événements ne se seraient pas produits, si les importateurs avaient été plus circonspects dans leurs achats, ou tout au moins s'ils avaient pris en temps normal leur couverture au terme; la véritable situation aurait été de suite connue, la hausse moins exagérée. La baisse étant par suite plus lente et moins importante, les risques auraient été mieux répartis et personne ne se serait affolé

Le krach.

Passons sur les péripéties diverses de la catastrophe et arrivons à la fin de la crise.

Le 25 juillet, les cours tombent à 4 fr. 12. De nombreuses maisons, écrasées principalement, comme nous le dirons plus loin, par la perte de 2 à 3 francs au kilog qu'elles subissent sur l'énorme stock réel qu'elles ont en magasins, suspendent leurs paiements.

Les cours étaient, en quelques mois, passés de 6 fr. 80 à 3 fr. 85, soit une baisse de 45 %. Et, cependant, la caisse de Roubaix-Tourcoing ne subit, de ce fait, aucune perte; bien plus, il était absolument impossible qu'elle en subit. La caisse de liquidation de Roubaix-Tourcoing, à la différence de celle de Hambourg, ne faisait crédit à aucun de ses

clients. Malgré la baisse considérable et la situation extrêmement critique, à peine l'un d'eux aurait-il laissé sans réponse un appel de marge, qu'aussitôt sa situation aurait été liquidée sans considération de personne.

Usant des pouvoirs que lui accordait le règlement, le conseil d'administration devant la débâcle jugea bon de redoubler de précautions.

Mesures prises
par la Caisse.

Il fallait d'ailleurs éviter la panique, et par conséquent écarter du marché les vendeurs à découvert. Venant en ce moment augmenter encore l'offre déjà beaucoup trop abondante, ils auraient pu tenter de précipiter de nouveau les cours. Sans doute, ce qu'il eût fallu souhaiter à cette époque, c'eût été la stagnation complète des affaires, le calme le plus absolu permettant à chacun de se rendre peu à peu un compte exact de la réelle situation. Mais cette stagnation était en pratique d'une réalisation impossible à cause du grand nombre d'opérations encore en suspens, et qu'il fallait liquider. Beaucoup, pour les besoins de leurs affaires ou pour prendre une couverture, avaient autrefois acheté ou vendu à terme, et devaient au moment de l'échéance se liquider par un contrat en sens inverse. On ne pouvait donc songer à fermer le marché à terme. Aussi la caisse éleva d'abord simplement le dépôt original de 1.000 à 2.000 francs, puis après délibé-

ration le conseil d'administration prit le 21 août la décision suivante :

« A partir de mardi prochain, 28 août, le dépôt pour chaque opération d'achat ou de vente est fixé à 3.000 francs.

» En outre, toute opération de vente ou d'achat, qui ne se résoudra pas par une livraison ou une prise de livraison, sera frappée d'une taxe de 5 centimes au kilog., soit 250 francs par bordereau de compensation. Tout achat ou toute vente enregistrée antérieurement au 23 courant sera liquidée sous l'empire de l'ancien régime.

» Enfin la caisse refusera d'enregistrer toute inscription aux maisons de commission qui ne lui feraient pas enregistrer toutes leurs opérations sans aucune exception. »

Il convient d'analyser ces différentes prescriptions qui démontreront jusqu'où peut s'étendre, dans les périodes difficiles, le rôle d'une caisse de liquidation bien organisée.

Il faut d'abord remarquer que cette dernière décision, concernant l'obligation imposée aux maisons de commission de faire inscrire toutes leurs opérations, n'était qu'un simple rappel à l'ordre, ne faisant qu'attirer davantage l'attention des clients sur un point du règlement qui avait toujours été en vigueur.

L'élévation du dépôt original avait une double raison d'être. Il s'agissait d'abord de mettre la caisse complètement à l'abri des fluctuations énormes des cours, qui en ce temps d'effarement pouvaient se produire d'un moment à l'autre.

Elle avait aussi pour but de pallier la crise dans la mesure du possible. Un premier syndicat s'était, en effet, formé à Roubaix-Tourcoing, dès le début du krach, pour arrêter un instant la chute des cours et en profiter pour écouler, à des conditions acceptables, une partie de l'énorme stock que détenaient les fabricants et les négociants. Les résultats donnés n'auraient pas été trop mauvais, paraît-il.

Mais, à la suite de cette opération, d'autres syndicats s'étaient formés dans le but de maintenir définitivement la laine à des cours absolument incompatibles avec l'état du marché.

L'un d'entre eux surtout, qui disposait de capitaux énormes, avait entrepris d'acheter tous les rapprochés, dans l'espoir de rendre la confiance au marché et de sauver la situation. Les peignages continuent donc à tourner ; et l'on vend au syndicat tout ce qu'ils peuvent fournir sur les mois les plus proches, étant donné le déport considérable poussé à un certain moment jusqu'à 70 centimes.

Le syndicat est donc obligé de se charger de quantités énormes, bientôt augmentées par les

apports de l'étranger. D'Italie, d'Allemagne, de l'Europe entière, on vient vendre sur la place de Roubaix-Tourcoing toute la marchandise disponible. Chaque jour donc la situation de la place s'aggravait. N'y avait-il pas, en effet, dans cet afflux considérable des laines un danger imminent pour le négoce et l'industrie de notre grande cité ouvrière ?

Voulut-on, par l'élévation du dépôt, viser spécialement le syndicat qui avait créé cette situation, et le mettre dans l'impossibilité de continuer ses opérations. Ce syndicat lui-même était-il considéré comme un péril par ceux qui apportèrent cette modification aux règlements ? Ce sont-là des points extrêmement délicats sur lesquels on nous permettra de passer, et qui seront longtemps encore l'objet des discussions de nos hommes d'affaires les plus éclairés. Mais ce qui ne sera contesté par personne c'est que cette mesure avait, du moins, comme conséquence indirecte d'entraver singulièrement ses agissements.

D'ailleurs, en supposant même que ce but ait été réellement poursuivi, il n'était du moins pas le seul qui motivât cette décision. Ce que l'on voulait avant tout, c'était rendre impraticable sur le marché, pour un certain laps de temps, toute tentative de spéculation à la baisse. Certains industriels étaient, en effet, tentés, dans le but de regagner l'argent qu'ils

avaient perdu, de se porter vendeurs à découvert sur des mois éloignés, dans l'espoir de se racheter plus tard à un cours encore inférieur. Sans doute, au point de vue purement individuel, cette spéculation pouvait être avantageuse et même sérieusement combinée. Un industriel ou un négociant pouvait considérer l'énormité du stock de peigné jeté sur le marché et le peu de demandes probables en fabrique, puisque les magasins étaient bondés d'étoffes, et en conclure qu'un nouveau mouvement de baisse allait se produire. Il prenait donc position à la baisse et personne ne pouvait lui reprocher cet acte en soi. Au point de vue personnel, il avait opéré sagement et d'une façon absolument licite, s'il consentait à mettre sur table l'enjeu de cette opération. Il n'y avait donc pas de raison de lui rendre plus difficile l'accès de la caisse de liquidation.

Mais le conseil, appelé avant tout à veiller sur les intérêts généraux du commerce de la laine, se plaçait à un point de vue supérieur : En faisant cette opération le négociant allait augmenter encore l'offre à un moment où les stocks énormes pesaient déjà sur le marché. Son acte pouvait, en conséquence, entraîner un nouveau mouvement de baisse, fatal à un grand nombre de maisons et, considérable peut-être, si d'autres le suivaient dans la même voie. Aussi, la caisse de liquidation, en augmentant le

dépôt, voulait-elle arriver à interdire cette opération d'une façon presque absolue. Ceux qui étaient tentés de s'y livrer avaient déjà subi de grosses pertes et ne possédaient plus les capitaux disponibles suffisants pour déposer des cautionnements considérables.

La débâcle.

Mais, malgré tout, le jour de la débâcle devait arriver. Ceux qui voulaient lutter contre la fatalité finirent par être emportés, et le 26 août quinze maisons de Tourcoing et deux de Roubaix avaient cessé leurs paiements.

Nouvelles mesures.

Le 28, à dix heures, la décision suivante est prise par la caisse de liquidation. Elle doit être exécutée le jour même à onze heures.

« Par délibération du conseil en date de ce jour, à partir de la bourse de onze heures, toute vente nouvelle à découvert ne sera enregistrée que contre le versement d'un dépôt de 10.000 fr. Au cas où le versement de ce dépôt ne serait pas fait le lendemain avant midi, une amende de 2.000 fr. par filière sera appliquée au vendeur. Toute vente en couverture ou tout achat reste sous l'empire de l'ancien règlement ».

Par vente en couverture il faut entendre une vente faite pour compenser un achat précédent non liquidé. Ce qu'on voulait empêcher, c'était, en effet, la seule vente à découvert, faite dans le but de

précipiter davantage les cours, c'était la campagne à la baisse.

Nous avons vu qu'une affaire passée au terme n'était inscrite sur les registres de la caisse de liquidation que le lendemain du jour où elle avait été traitée, et dans le cas seulement où toutes les conditions exigées par le règlement avaient été remplies. Donc, acceptée ou non par la caisse, elle n'en figurait pas moins à la cote du jour. Rien n'empêchait donc le baissier de passer une affaire, de peser par là-même sur le marché, et cependant de refuser, le lendemain, le versement du dépôt. C'est pour empêcher cette manœuvre qu'elle fut taxée d'une amende de deux mille francs.

Mais une grave question restait à résoudre. Deux maisons engagées avec la caisse avaient cessé le paiement de leurs marges. D'après le règlement, la caisse, pour se couvrir, était donc en droit d'exécuter tous leurs engagements. Sans doute, le montant de ceux-ci n'était presque rien auprès du stock que ces maisons possédaient effectivement en magasins, et n'aurait en aucun cas été capable à lui seul d'amener leur ruine ; mais il n'en était pas moins dangereux de jeter sur le marché un certain nombre de filières, alors que la panique régnait sur la place. L'imagination n'allait pas manquer d'augmenter l'importance de cette exécution ; la situation

Les exécutions

déjà si mauvaise, allait s'aggraver encore ; il fallait s'attendre à une nouvelle chute des cours.

Heureusement, la caisse de liquidation s'inspirant avant tout des intérêts de la place, sut agir avec prudence et trouver une solution conciliant à la fois parfaitement sa propre sécurité avec la cause des maisons liquidées et du commerce lainier en général. Au lieu de jeter sur le marché les filières en souffrance, la caisse les vendit à l'amiable. Elles furent reprises sur une base étalon par des maisons qui, ayant antérieurement vendu à terme, consentaient à se couvrir ainsi de leurs engagements. Il est bien permis de se demander comment une solution si avantageuse pour tous aurait pu être trouvée, si la caisse de liquidation n'avait pas existé.

La cote, un instant suspendue par ordre des présidents des Chambres de commerce de Roubaix et de Tourcoing, est bientôt rétablie. Les prix de 3,70 parviennent à se maintenir. Puis paraissent les cotes de 3,85 et 3,90. L'affolement est passé, la confiance commence à renaître. L'ère de la crise est close, il ne s'agit plus que de relever les ruines.

Solidité de la
caisse de liqui-
dation.

Si jamais une institution eut l'occasion de prouver sa force et la valeur des garanties qu'elle peut offrir, c'est donc bien la caisse de liquidation de Roubaix-Tourcoing. Malgré le krach si terrible de 1900, pas

un des opérateurs à terme ne perdit un centime par suite de l'insolvabilité de sa contrepartie. Mieux que cela, dans les quelques exécutions auxquelles elle se vit contrainte, la caisse de liquidation elle-même fut intégralement payée.

Furent donc seuls victimes du désastre, ceux qui avaient librement consenti à encourir des risques. Ou bien ils avaient opéré à contre-sens sur le marché à terme, ce qu'il leur eut été facile d'éviter; ou bien, et c'était de beaucoup le cas le plus fréquent, ils avaient acheté un stock considérable en marchandises effectives, escomptant la hausse prédite par beaucoup de commerçants. C'est dans ce dernier genre d'opérations que se réalisèrent les pertes de beaucoup les plus considérables. Ce n'est donc pas le marché à terme qui en fut la cause.

Mais, le point essentiel sur lequel il faut insister, c'est que tous les négociants qui ont subi des pertes à Roubaix le doivent à leur imprudence. S'ils avaient eu soin d'assurer leur stock au terme, et de se servir de la caisse de liquidation, la baisse, tout en leur causant certains préjudices dus à la difficulté de l'écoulement des produits, aurait été incapable de les ruiner.

Quant à la situation qui aurait résulté du défaut d'intervention de la caisse de liquidation, nous pourrions facilement nous en faire une idée, en

étudiant ce qui s'est passé, en 1904, dans des circonstances analogues sur le marché de Paris.

Si nous tenons simplement compte des affaires à terme, voici le parallèle qui s'impose, comme nous allons le voir, entre ces deux krachs retentissants :

D'un côté comme de l'autre, un désastre sans doute, mais à Roubaix-Tourcoing chacun reçoit intégralement ce qu'il est en droit d'exiger, celui qui perd paye, celui qui gagne reçoit. Chaque opérateur ne subit que les conséquences directes des risques qu'il a volontairement acceptés. A Paris, au contraire, c'est la ruine pour tout le monde, ruine pour les négociants qui, n'étant retenus par aucun règlement, se sont aventurés follement au-delà de toutes limites, et laissent derrière eux un passif fantastique; ruine pour les producteurs également, qui ne reçoivent qu'une part infime des différences auxquelles ils ont droit, différences qui ne devraient être cependant que la stricte compensation des pertes qu'ils allaient subir sur leur fabrication.

Examinons plutôt les faits.

UN KRACH SANS CAISSE DE LIQUIDATION

Crise des sucres en 1905.

Il n'entre pas dans le cadre de ce travail de faire un exposé complet des raisons qui déterminèrent le terrible krach, dont la place de Paris et la France entière ressentirent les effets en 1905. Ce serait plutôt le sujet d'une étude d'ordre purement industriel et technique. Voulant examiner exclusivement le rôle que sont appelées à remplir les caisses de liquidation, nous nous bornerons à constater la façon dont se liquidèrent alors les engagements et à mettre ces faits en parallèle avec ce qui se serait produit, toutes circonstances restant les mêmes, si une caisse de liquidation avait fonctionné.

Histoire de la
crise.

Mais la création de cette caisse est-elle possible ? N'y a-t-il pas des obstacles d'ordre pratique qui s'opposent à son fonctionnement sur le marché des sucres et des alcools ? Ces obstacles sont-ils insurmontables ? Tels sont les différents points qu'il nous restera ensuite à étudier.

Rappelons d'abord, en quelques mots, les principales phases de la crise.

Le point de départ, au dire de certains, serait dans la convention de Bruxelles. Les fabricants avaient cru que la suppression des primes devait fatalement amener la hausse du sucre. Ces prévisions étaient appuyées sur les probabilités les plus sérieuses, et cependant elles furent renversées par les faits. A la suite de l'importante récolte de 1903-1904, le sucre était coté de 23 à 24 francs en février de cette dernière année. Diverses grandes maisons en furent sérieusement touchées, et c'est là déjà, selon quelques négociants, qu'il faudrait chercher l'origine des krachs retentissants de 1904.

En présence de cette situation, la fabrique fait restreindre ses ensemencements, en réduisant à 18 francs le prix de la betterave. A l'étranger d'ailleurs, les mêmes faits se produisent, et le résultat cherché ne se fait pas attendre ; la diminution de la production provoque la fermeté des cours et même la hausse, hausse raisonnable de 4 à 5 fr., ramenant les prix à leur taux normal de 30 francs. Mais là-dessus vient se greffer un déficit important de la récolte, malgré la compensation partielle opérée sur le défaut du poids par un supplément de densité. La hausse s'accroît par le fait que l'étranger a un découvert important à racheter sur notre place.

Néanmoins, on restait encore dans les limites raisonnables, lorsque soudain parut, dans le *Bulletin officiel du Syndicat des fabricants de sucre*, une statistique fort alarmante, d'où le commerce, à tort, on l'a vu ensuite, tira ces conclusions d'après une circulaire de la maison Savary :

« Qu'il n'y aurait pas assez de sucre dans le monde pour arriver à la campagne 1905 ;

» Qu'il fallait donc, à tout prix, faire des économies importantes à la consommation ;

» Que le seul moyen d'y parvenir était de forcer les cours ;

» Qu'enfin il fallait, de toute nécessité, sous peine de ne pouvoir satisfaire aux demandes de sucre en 1906, forcer les ensemencements. »

Et on paya la betterave 26 et 27 fr. dans ce but.

Le sucre fut coté jusqu'à 46 fr. et on annonçait 50 fr. Les économies de la consommation dépassèrent toutes les prévisions. Les ensemencements furent énormes et la récolte en perspective très abondante. D'où baisse épouvantable en quelques mois. Les cours de 28 francs réapparaissant dans la deuxième huitaine d'août.

Pour juger la situation dans laquelle se trouvaient les fabricants, il faut dès lors distinguer entre ceux qui avaient travaillé à découvert et ceux qui, au contraire, avaient vendu leur production à terme.

Situation des
fabricants de su-
cre en 1905.

Les premiers avaient acheté la betterave à peu près au même prix que se vendait le sucre qu'elle contenait; ils perdaient donc tous leurs frais de fabrication, variables selon la perfection de l'outillage et l'importance de l'établissement, de 5 à 7 francs par 100 kilog. C'était une perte sèche, mais dont ils ne pouvaient rendre responsable personne, puisqu'elle provenait des risques qu'ils avaient volontairement endossés.

Le cas de ceux
qui s'étaient cou-
verts.

Ceux qui avaient vendu à terme leur production auraient dû au contraire se trouver à couvert et réaliser sur leur fabrication le bénéfice qu'ils s'étaient réservé à l'avance. La baisse aurait dû les laisser indifférents. Mais malheureusement, ainsi qu'il sera exposé plus loin, les courtiers du croire à qui ils avaient vendu étaient de véritables négociants, ne se contentant pas de remplir leur rôle normal de simples intermédiaires; ils étaient donc eux-mêmes atteints par la chute des cours.

De plus, les industriels avaient eu l'imprudence de s'adresser à un très petit nombre d'acheteurs. Ceux-ci, follement chargés, n'ont pu supporter le choc. Parmi eux il est à peine besoin de citer les noms de Jaluzot et de Crosnier. Ils ont été obligés de déposer leur bilan, et comme aucune garantie n'avait été prise à leur égard, les fabricants qui se croyaient complètement en sûreté, se sont trouvés tout à coup en face du néant.

Heureusement, cette catastrophe se produisit plus d'un mois avant la fabrication. Dans ces conditions les marchés furent simplement résiliés, et les fabricants furent admis dans la faillite comme créanciers de la différence entre le cours du jour et celui auquel la vente avait été passée.

Quelques mois plus tard le désastre eut encore été bien plus considérable. Le sucre aurait été en partie livré et non payé. Les fabricants n'auraient pas pu reprendre leurs marchandises et ils auraient été, dans les différentes faillites, considérés comme simples créanciers chirographaires pour tout le stock livré. Vu le petit dividende accordé, on se demande avec effroi ce que certains industriels auraient perdu.

Chacun comprend, dès lors, que cette situation est intolérable et qu'il faut à tout prix donner des garanties aux vendeurs et, pour la première fois sur ce genre de marché, on parle de la création possible d'une caisse de liquidation.

Le krach malheureusement eut une influence sur une autre industrie du Nord de la France. Les distillateurs en furent indirectement victimes.

Les fabricants
d'alcool.

L'abondance de la récolte de la betterave avait amené également sur le marché de l'alcool un mouvement assez subit de baisse. Les écarts cependant avaient été beaucoup moins considérables que pour les sucres. La betterave est, en effet, en Europe du

moins, la seule matière première servant à la fabrication du sucre ; pour l'alcool, au contraire, il n'en est pas de même, car le maïs et le raisin par exemple fournissent une forte partie de la production. Ce ne fut donc pas un effondrement, mais une baisse.

Voici d'ailleurs le tableau des cours de l'alcool entre les mois de février et d'octobre en 1905.

Février.....	38,00
Mars.....	38,50 à 40,00
Avril.....	40,00 à 42,00
Mai.....	41,50 à 42,50
Juin.....	42,75 à 43,25
Juillet.....	42,75 à 40,25
Août.....	41,00 à 36,25
Septembre.....	36,25 à 33,50

L'écart des prix entre l'époque des ensemencements et celle de la fabrication n'est ici, selon l'époque du contrat, que de 5 à 7 francs. La situation n'est donc pas comparable à celle des sucres.

Si les courtiers traitant en bourse les alcools n'avaient pas également opéré sur les sucres, une catastrophe ne se serait certainement pas produite et ils auraient pu tenir leurs engagements. Mais, malheureusement, les pertes réalisées sur leurs énormes stocks de sucre leur firent perdre pied. Les distillateurs, qui avaient vendu à terme leur

production, virent leurs contreparties faire défaut et durent se contenter de toucher un faible dividende dans leur faillite, au lieu des différences auxquelles ils avaient droit. Bref, ils se trouvèrent à peu près dans le même état que s'ils avaient travaillé au jour le jour. L'année fut donc mauvaise pour la plupart d'entre eux.

Sur le marché de l'alcool, la question de la caisse de liquidation allait également se poser.

Il est facile de constater, par ce qui vient d'être dit, que les faits furent tout autres à Paris qu'à Roubaix. Ce ne furent pas seulement les imprudents qui y furent frappés, mais aussi et surtout les prudents commerçants qui s'étaient assuré d'avance un prix de revient et qui se croyaient en toute sécurité contre les fluctuations des cours. C'est pourquoi beaucoup d'entre eux tournèrent leurs regards vers la caisse de liquidation.

Mais aussitôt, des difficultés surgirent. Certains trouvaient que, bonne en principe, elle présentait pour le commerce des sucres de graves inconvénients. Seraient-ils compensés par la sécurité donnée aux affaires ? Telle était la question qu'ils tendaient à résoudre négativement.

Difficultés pour
établir une caisse
de liquidation.

Dans le monde des courtiers, les mêmes divergences de vues se produisirent. Ceux qui se renfermaient correctement dans leur rôle d'intermédiaire

Les courtiers.
Leur rôle.

entre clients, acheteurs et vendeurs, auraient peut-être accepté le projet qu'on leur présentait. On peut remarquer, en effet, qu'un des avantages indirects de la caisse de liquidation est de défendre, par le contrôle très sévère qu'elle exerce, les courtiers eux-mêmes contre les entraînements auxquels il arrive à plus d'un de succomber.

Mais à côté de ceux-ci, d'autres ont adopté une attitude nettement hostile, et ils étaient de beaucoup les plus nombreux. C'étaient ceux qui avaient l'habitude de faire la contrepartie de leur clientèle. On comprend que ces derniers aient eu quelque peine à s'accoutumer à l'idée, que désormais toutes les affaires devaient être forcément contrôlées, que toujours le nom du client devait être déclaré, et qu'il faudrait mettre sur table l'enjeu de toutes les opérations.

Jusqu'alors bien des courtiers, et l'histoire du krach l'a amplement prouvé, ne s'étaient pas contentés de remplir leur rôle d'intermédiaire, et accumulaient sur leur tête un stock parfois énorme de marchandises. Ils se réservaient de s'en débarrasser plus tard avec des écarts de cours plus ou moins considérables, sur lesquels ils comptaient pour réaliser la plus grande partie de leurs bénéfices. C'étaient en réalité des spéculateurs.

De plus, ils achetaient et revendaient la marchandise dans leurs bureaux, sans s'inquiéter de la qualité de la personne avec qui ils traitaient; se portaient du croire, et se contentaient vis-à-vis de leurs clients de couvertures plus ou moins sérieuses, dérisoires même dans certains cas. N'avait-on pas vu, en effet, au moment du dernier krach, des bouchers, voire même une danseuse de l'Opéra, portés comme créanciers sur les livres d'une des deux grandes victimes.

Que feraient donc, en présence d'une caisse de liquidation, des intermédiaires accoutumés à ces procédés ? Comment pourraient-ils livrer le nom de la contrepartie qu'ils ne doivent que représenter ? Comment verseraient-ils surtout les sommes énormes que la caisse réclamerait tant en marges qu'en dépôts originaux ? Nous avons vu, en effet, que, même dans le cas où existait une réelle contrepartie, celle-ci était habituée à ne donner au courtier que des garanties insuffisantes.

Ces courtiers auraient donc à craindre d'être gênés dans leurs opérations, et de voir se restreindre d'une façon considérable le nombre d'affaires qu'ils traitaient chaque année, et sur lesquelles ils touchaient des commissions; car leur système était d'arriver, avant tout, à faire beaucoup d'affaires et à compenser ainsi, par la masse, les pertes quel-

quefois assez sensibles que leur causaient certains de leurs clients.

Ils sont donc par principe les adversaires résolus de la caisse de liquidation. Mais ils ne sont pas les seuls.

Les joueurs.

On devine aisément que derrière ces courtiers, et dans la même orientation d'esprit, s'agitaient ceux qui ne voient dans la spéculation que « le coup de Bourse et la fin de mois ». Il était impossible que, dans un milieu où « les affaires, c'est l'argent des autres », une caisse de liquidation, où tout devrait se passer correctement et loyalement, fût acceptée volontiers. Pour ces derniers, c'était une question de vie ou de mort qui se posait. Mais les considérations auxquelles ils obéissaient n'ont pas à nous intéresser, puisque le marché ne pourra que gagner à voir leur disparition. Nous passons donc directement aux objections présentées par les véritables commerçants.

Les commerçants et fabricants.

Elles sont toutes reproduites dans une circulaire que la maison Savary faisait parvenir en septembre 1905 aux principaux producteurs de sucre et d'alcool. Nous y trouverons un résumé excellent de tous les griefs qui ont été soulevés.

Les marges.

« Je suis, je suppose, distillateur (c'est la même chose pour le fabricant de sucre ou le meunier); je produis 50.000 hectolitres par an (et il y en a qui

produisent deux, quatre et six fois cette quantité), j'achète ma betterave au mois de février à la veille des semailles, ce qui est une nécessité pour que le cultivateur se décide à semer. Je ne pourrai fabriquer cette betterave que sur les 4 mois d'octobre. Dans cet intervalle, des fluctuations importantes peuvent se produire. Si je suis prudent, le marché à terme s'impose. Je me couvre donc de mes achats de matière première par des ventes sur les 4 d'octobre. Admettons, comme je le disais plus haut, que mon prix de revient soit de 25 francs. Je vends 30 francs. J'ai mon bénéfice assuré avec même une marge pour les aléas de fabrication. Je suis couvert et je n'ai plus à m'occuper que de bien fabriquer. Bien, mais par suite d'une circonstance quelconque : manque de récolte, agissements de la spéculation, etc., la hausse se produit et, de 30 francs, les cours montent progressivement à 40 et à 50 francs par hectolitre, cela n'est pas rare. La caisse de liquidation intervient aussitôt pour réclamer des marges successives, de sorte que deux mois, quatre mois, six mois avant d'avoir commencé ma fabrication, je serai tenu de consigner 10 ou 20 francs par hectolitre, soit, dans l'exemple choisi, 500.000 francs ou un million. Et voyez la conséquence ; il me faut, à moi fabricant, un capital de 500.000 francs pour fabriquer mes 50.000 hectolitres, mais il me faudra

chercher un surcroît de capitaux, un capital flottant, double de mon capital ordinaire, pour la caisse de liquidation, capital mort, improductif, qui double, triple mes frais généraux ! »

Il passe ensuite aux réponses que font à cette théorie les partisans de la caisse de liquidation. « Le fabricant ne versera pas effectivement les marges ; il trouvera des banquiers qui, sur le vu des contrats d'achat et de vente, consentiront à donner leur garantie à la caisse moyennant une commission minime. Ah, le bon billet. Ainsi, on va trouver des banquiers qui, sur le vu de ces contrats, vont donner leur garantie pour des sommes qu'ils ne connaîtront pas d'avance, qui pourront être doubles ou triples du capital initial du fabricant ! Je demande à voir ce merle blanc : je veux dire ce banquier. Mais ce serait ravissant, l'âge d'or. »

Et l'auteur de ces lignes fait remarquer que ces contrats, si bien faits soient-ils, ne s'exécutent pas toujours. Jamais on n'est certain que le cultivateur livrera la quantité de betteraves vendue. La récolte peut manquer ; on peut les porter ailleurs. L'usine elle-même peut disparaître par incendie. Voilà ce que le banquier supputera.

Il conclut ensuite que cette caisse aurait pour premier effet d'écarter du marché tous les petits

fabricants, dont le capital est cependant suffisant pour exercer honorablement leur industrie, mais absolument incapable de satisfaire ce minotaure qu'est la caisse de liquidation. Ces derniers seraient les premières victimes de ce prétendu sauveur, et on pourrait voir certaines usines en pleine prospérité industrielle, mises en péril de mort par l'appel des marges, auxquelles elles seraient incapables de faire face.

Mais pour répondre à l'argument, il faut avant tout faire le compte des marges que les fabricants sont en réalité exposés à verser. Or, le meilleur moyen de prévoir ce qui peut se produire est d'étudier les phases par lesquelles est passé le marché depuis un certain nombre d'années. Nous devons donc étudier la moyenne des cours sur les 4 d'octobre, c'est-à-dire sur les mois de fabrication pendant les dix dernières années.

Le compte des marges à verser.

Pour les sucres, nous n'avons qu'à nous reporter à la statistique publiée par M. Paul Sinceny (1).

Nous ne pouvons songer cependant à reproduire dans un travail de ce genre les cours pratiqués semaine par semaine entre les mois de janvier 1895 et le mois de décembre 1905, nous nous bornerons donc à donner les chiffres dont nous avons absolument besoin.

(1) *Revue hebdomadaire d'économie politique et sociale*, n° du 20 août 1905.

TABEAU DES MARGES VERSÉES PAR LES FABRICANTS DE SUCRE

ANNÉES	PRIX DES 4 D'OCTOBRE en Janvier-Mars		Cours le plus haut jusqu'à la livraison	Taux des marges
1895	Plus haut	28,50	34,50	5,75
	Plus bas	26,50		7,75
1896	h	32,875	33	0,125
	b	30,125		2,875
1897	h	28,625	29,125	0,50
	b	27		2,125
1898	h	30,75	32,125	1,375
	b	29,75		2,375
1899	h	29,875	31,125	1,250
	b	28,50		2,625
1900	h	29,875	29,625	»
	b	27,875		1,75
1901	h	27,125	26,875	»
	b	26,50		0,375
1902	h	23,625	22,875	»
	b	22,75		0,125
1903	h	28,75	27,625	»
	b	27,375		0,25
1904	h	27,375	32,125	4,75
	b	26		6,125
1905	h	36,125	35,25	»
	b	34,25		1,00

Il faut en conclure que la marge eût été très élevée en 1895. Toutefois, l'immobilisation des fonds à laquelle elle aurait donné lieu eût été très courte, car les hauts cours de cette campagne ne se sont présentés qu'en septembre, c'est-à-dire bien peu de temps avant l'époque de la fabrication. Cette hausse n'était due, en effet, qu'à la mauvaise récolte de betteraves.

Si nous prenons exemple sur la campagne de 1905, nous voyons, au contraire, que le fabricant, qui aurait vendu sur les quatre d'octobre au plus haut cours coté pendant ces derniers mois, soit à 36,125, n'aurait pas eu de marges à verser, puisque le plus haut cours pratiqué d'avril à septembre a été de 35,25 ; celui qui aurait vendu au plus bas cours, soit à 34,25, n'aurait eu à verser qu'une marge de 1 franc. Sans doute, il s'est produit des cours plus élevés, mais ils n'ont affecté que le disponible et le rapproché, et non point le terme sur les quatre d'octobre.

Donc, deux années seulement depuis 1895, c'est-à-dire depuis dix ans, il y a eu pour les sucres, en 1895 et en 1904, des oscillations de cote sur les quatre d'octobre, qui auraient entraîné pour les fabricants vendeurs au cours du premier trimestre, l'obligation de verser des marges importantes.

Passons maintenant à la question des alcools.

Question de
alcools.

Voici le tableau des cours et des marges pendant les dix dernières années.

	FÉVRIER	MARS	AVRIL	MAI	JUIN	JUILLET	AOUT	SEPTEMBRE	MARGES
1897.....	33	33	34	35	35	35	37	39	6
1898.....	33	40	43	45	44	45	41	42	5-12
1899.....	40	39	39	38	38	38	38	38	—
1900.....	36	36	37	36	34	34	34	33	1
1901.....	32	30	29	29	28	28	28	29	—
1902.....	29	28	28	29	33	32	32	33	4-5
1903.....	36	38	39	39	38	37	34	37	0-1
1904.....	35	34	34	34	35	37	39	39	4-5
1905.....	39	40	43	42	45	43	41	45	5-6
1906.....	36	36	37	38	40	42	41	42	6

Depuis 10 années donc, il y en aurait donc eu trois où aucune marge n'aurait dû être versée, une où elles n'auraient pas dépassé 1 franc. Dans cinq autres elles auraient atteint 5 frans en moyenne, et en 1898, fait étrange, elles auraient pu osciller entre 5 et 12 francs, suivant l'époque à laquelle auraient été passés les contrats de betterave.

Il faut donc avouer qu'ici comme pour les sucres la question des marges est susceptible de se poser avec une grande acuité.

Certaines personnes paraissent s'étonner que des industriels, dont le mouvement d'affaires est, même

pour les plus petits, assez considérable, ne possèdent pas un fonds de roulement suffisant pour parer à l'éventualité des marges quand elles n'atteignent pas un taux considérable. Mais ceci tient à l'ancienne situation du marché. Par la façon dont ils agissaient de tout temps, les courtiers se constituaient, en quelque sorte, les banquiers des producteurs en se portant ducroire pour toutes les opérations. Le fabricant prenait donc l'habitude de consacrer, chaque année, la majeure partie de ses disponibilités au développement de ses entreprises : renouvellement ou perfectionnement de l'outillage, achat de terres pour l'extension des cultures de betteraves, etc.

Il ne faut donc pas se dissimuler que, dans de semblables conditions, l'obligation de verser des marges, même peu élevées, soit de nature à gêner la plupart des industriels. Sans doute, pour les grandes entreprises, il y sera pourvu par un compte ouvert chez le banquier. Mais pour les petits fabricants, et surtout pour les coopératives agricoles, cette question ne manque pas de suggérer de graves réflexions. Leur crédit est bien faible, et dans les cas difficiles, il leur sera absolument impossible de trouver l'argent.

La situation du petit fabricant sera bizarre. On peut affirmer en effet d'une façon générale que la

Le petit fabricant.

hausse produite entre le premier et le troisième trimestre provient presque toujours, surtout si elle est très forte, d'un défaut de rendement dans les cultures. Dans ces conditions, le fabricant, qui a vendu à terme une bonne partie de sa production normale, ne profite nullement de la hausse puisqu'il pourra à peine produire la quantité vendue. Quand il devra faire appel à la banque pour le versement des marges, il n'aura donc à lui présenter pour augmenter sa confiance, que la perspective d'une année plutôt médiocre. Dans ces conditions, le banquier jugera-t-il prudent d'augmenter le découvert de son client ?

On ne peut s'en
passer.

Peut-on songer à se passer des petits fabricants ? Faut-il créer la caisse de liquidation sans se soucier de ceux qui ne pourront satisfaire aux conditions de son règlement ? Cette solution doit être écartée pour deux raisons.

D'abord ce serait augmenter l'infériorité dans laquelle se trouvent les petits producteurs vis-à-vis des grands. Pour eux en effet se poserait le dilemme, ou de passer par les dures conditions des banquiers qui consentiraient à leur faire l'avance des marges, ou de renoncer à se servir de la caisse de liquidation. D'un côté leurs frais généraux s'en trouveraient augmentés, de l'autre ils seraient dans l'insécurité complète, tandis que leurs concurrents plus fortunés

jouiraient de la sécurité la plus absolue. En un mot, ce serait sacrifier délibérément la petite industrie.

La caisse de liquidation elle-même ne manquerait pas de souffrir de cette abstention forcée.

Il faut, en la créant, lui procurer les moyens de vivre et de prospérer. Il est donc nécessaire que le plus grand nombre des affaires se traitent par son intermédiaire, que, par conséquent, son accès soit largement ouvert à tous, et que les petits fabricants, comme les grands, puissent également y coopérer.

Il ne faut donc pas se dissimuler que la difficulté telle qu'elle ressort de cet exposé est très grande. Certains, cependant, ont essayé d'y trouver une solution. Comment procurer aux petits les mêmes avantages qu'aux grands ?

Ce que chacun est incapable de réaliser séparément, tous ne pourraient-ils pas l'obtenir en se coalisant ? Telle était la pensée de ceux qui proposaient la création, pour l'industrie sucrière, à côté ou à la place de la caisse de liquidation, d'une caisse de garantie mutuelle.

La caisse de garantie mutuelle.

On partait de ce principe, que la condition indispensable pour une individualité ou une association qui a besoin de crédit, est d'offrir des garanties. Or, cette garantie pourrait être assurée dans les conditions de surface et de sécurité les plus incontes-

tables par la constitution d'une société de crédit mutuel, à laquelle devraient adhérer tous ceux qui requerraient de la caisse de liquidation l'enregistrement de leurs marchés. Cette adhésion devrait être donnée aussi bien par les industriels notoirement en situation de faire face au versement de leurs marges, que par ceux qui, provisoirement du moins, éprouveraient quelques difficultés à satisfaire à cette obligation.

Dans l'idée des promoteurs de ce mouvement, il ne s'agissait pas seulement d'une question de solidarité professionnelle, mais chacun, en y adhérant, devait avoir la conviction qu'il prêtait son concours à une œuvre d'intérêt général, car on se trouvait dans la nécessité urgente, absolue, d'assurer l'assainissement du marché, sa moralisation et la régularité de son fonctionnement. En agissant ainsi, chacun assurerait à tous la sécurité indispensable.

· Limites de la
garantie.

Ils prétendaient même que les grands industriels avaient également intérêt à l'établissement de cet organisme, car dans les moments difficiles ils y auraient trouvé le moyen de ne pas charger leur compte ouvert en banque, ce qu'ils considéraient comme un avantage très important.

Cette caisse de solidarité devait d'ailleurs faire appel à un établissement de crédit de premier ordre, et lui demander, soit de consentir à effectuer,

au lieu et place des contractants, le versement des marges, soit plus simplement de se porter caution de leur versement éventuel. La banque, ou autrement dit les opérateurs à la caisse de liquidation, avaient ainsi, comme garantie, la collectivité des fabricants vendeurs opérant à la caisse de liquidation.

Il y avait d'ailleurs des limites à cette garantie offerte par la caisse mutuelle. Elle était strictement réservée aux seules opérations de vente en couverture faite, sur les quatre d'octobre, par les fabricants de sucre, au moment où ils signaient leurs contrats de betterave. C'est, en effet, le seul cas où l'on se trouve en présence d'une opération capable de limiter les risques du fabricant. Mais même, ainsi comprise, cette garantie faisait encore courir certains dangers à la caisse mutuelle. C'était, d'abord, de ne pas recevoir la quantité promise par le fabricant. Dans ce cas, il était certain qu'elle aurait dû acheter elle-même ce sucre pour satisfaire l'acheteur, et qu'elle était exposée à payer des différences.

Il fallait donc, avant tout, s'assurer que le client serait effectivement en mesure de fabriquer le stock qu'il avait vendu. C'est pourquoi ses ventes devaient se borner aux deux tiers au maximum de sa production normale, l'autre tiers constituant l'aléa de la récolte, sur lequel il est impossible de s'engager.

L'estimation de ces deux tiers devait être faite d'après le nombre d'hectares de betteraves réellement achetés.

Les autres opérations restaient, sans doute, permises aux fabricants, mais, pour celles-ci, la responsabilité de la caisse mutuelle de garantie ne devait plus entrer en jeu.

La caisse de garantie ne pouvait donc effectuer de pertes que lorsqu'un fabricant tombé en faillite ne produisait pas le sucre qu'il s'était engagé à livrer. Mais, pratiquement, le cas où le crédit mutuel se serait laissé surprendre devait être très rare, disaient les promoteurs de cette idée.

En effet, la situation d'un industriel ne se trouve pas ordinairement brusquement compromise, sans que rien dans son entourage n'ait transpiré des embarras auxquels il était en butte. Les administrateurs de la caisse du crédit mutuel, vivant dans les affaires, auront bien vite connaissance de ces bruits. Le cas où ils seront surpris par les événements sera donc bien rare, si même il se produit.

D'ailleurs, la caisse du crédit mutuel disposera encore, pour faire face à la situation, du dépôt original versé par le défaillant et de ses intérêts, puis de la part à revenir dans l'actif de la faillite.

Ces risques répartis entre tous les membres de l'association seront-ils pour eux une lourde charge?

Ne seront-ils pas d'ailleurs largement compensés par la sécurité donnée aux affaires? Tel était le point soumis à l'examen des intéressés.

Malgré les avantages qu'il présentait, ce projet ne manquait pas de déplaire à certains grands industriels. En effet, c'était en réalité sur eux que l'on comptait pour établir la solidité de la caisse du crédit mutuel, et cependant c'étaient eux qui en retireraient le moins d'avantages, puisque normalement ils auraient pu ne compter que sur leurs propres forces.

Echec du projet.

Pratiquement, le nombre des adhésions fut insuffisant, et le projet échoua. Il fallut donc en revenir à la première combinaison comportant l'établissement d'une simple caisse de liquidation. On put croire un instant que le projet, malgré ses inconvénients certains, était sur le point d'aboutir, mais c'est alors que les adversaires de l'innovation cherchèrent par un faux-fuyant à en empêcher la réalisation. Quel serait le sort des engagements pris avec la caisse en cas de déclaration de guerre? Telle est la question qu'ils soulevèrent, espérant que sur elle se briserait l'effort des promoteurs de cette institution.

Ils introduisirent dans les statuts, qui devaient être soumis à l'approbation de la Chambre de Commerce de Paris, une clause qui annulait toutes

Cas de mobilisation.

les opérations inscrites, en cas de déclaration de guerre. Il peut être avantageux que tous les marchés soient ainsi annulés dans cette hypothèse, à cause de la hausse subite qui se produirait sur la marchandise ; c'est là une question d'ordre exclusivement pratique et dont les commerçants sont seuls juges ; mais il est absolument illogique de vouloir admettre ce principe dans les clauses mêmes d'une caisse de liquidation. Il y avait là, si nous pouvons nous exprimer ainsi, un vice de construction dans son mécanisme, et c'est sur ce point que nous devons insister.

Nous avons vu plus haut que la caisse de liquidation était appelée à livrer, avant l'échéance, la différence qu'un client pouvait faire ressortir en sa faveur, en compensant deux contrats. Nous avons vu également que les bénéfices versés par elle aux gagnants devaient être en fin de compte compensés par les sommes qu'elle exigeait de ceux qui avaient perdu. Or, supposons que la déclaration de guerre intervienne après de fortes oscillations, et que l'ensemble des gagnants aient liquidé avant terme par compensation. La caisse aurait ainsi versé une somme énorme, dont le reste de la liquidation devrait lui fournir le recouvrement. Or, les débiteurs, dans l'hypothèse, invoquent tout à coup la nullité du contrat, et sont par le fait libérés de leur dette. La

caisse de son côté ne pourra se retourner contre ceux qui ont liquidé avant terme leurs engagements, car le compte de ces derniers est définitivement clos, et leur bénéfice bien et dûment acquis.

Donc il est évident que la caisse est exposée à subir de ce fait de fortes pertes, et ceci est absolument inadmissible.

Les courtiers ne plierent point, firent maintenir quand même leur clause, et le projet échoua.

En supposant que les industriels aient absolument tenu à l'introduction de ce cas de nullité, il y avait cependant un moyen de tout concilier. C'était de créer une simple caisse de garantie n'admettant pas la liquidation avant terme.

Essai de conciliation.

Dans ces conditions, celui qui aurait eu droit à une différence aurait dû attendre simplement l'échéance pour se faire payer.

Telle était d'ailleurs la solution proposée par ceux qui voulaient créer une simple caisse de garantie limitée aux fabricants de sucre. C'était une demi-mesure, une sorte d'acheminement vers la caisse de liquidation.

Dans un but de conciliation, certains négociants avaient même proposé d'ouvrir, à côté de ce premier établissement, un guichet spécial pour les affaires ne comportant pas la clause d'annulation en cas de déclaration de guerre. Chacun aurait eu ainsi la

liberté de choisir le genre de contrat qui lui semblait préférable. Mais, dans ce cas, naturellement la garantie mutuelle n'entraînait plus en jeu, et chacun devait verser effectivement les marges qui lui étaient imposées. Il devait, de plus, être stipulé qu'en cas de mobilisation, les marchés devaient être immédiatement liquidés au cours moyen des dix dernières Bourses. Cette solution paraît au premier examen assez rationnelle, et certains se demandent pourquoi le marché de Paris ne l'a pas adoptée.

Le projet est
enterré.

Mais pratiquement, aucune des solutions proposées ne fut prise en considération, et le projet dort aujourd'hui d'un paisible sommeil dans les cartons de la Chambre de commerce de Paris.

Souhaitons seulement qu'il n'en soit point un jour brusquement tiré par un retour d'événements semblables à ceux que nous venons de relater. En effet, les conditions du marché sont-elles aujourd'hui différentes de ce qu'elles étaient hier? Peut-on citer les précautions prises pour empêcher le retour d'une nouvelle catastrophe?

Ce qui serait bien préférable, c'est qu'un jour la crainte d'une intervention législative vint réveiller les initiatives et forcer l'industrie du sucre et celle de l'alcool à remettre cette question à l'étude. Sa solution, comme nous l'avons vu, apparaît sans aucun doute comme très difficilement applicable,

mais peut-être serait-elle soumise quand même à un essai, le jour où les intéressés ressentiraient la nécessité urgente de se solidariser devant le danger menaçant de l'ingérance administrative.

CONCLUSION

La conclusion qui ressort de ce trop long exposé semble bien évidente. Tant dans les époques d'oscillations normales, qu'aux moments de débâcle, la caisse de liquidation est seule capable d'assurer la moralité du marché. Seule elle peut donner aux opérateurs la certitude absolue que tous les engagements seront rigoureusement tenus.

Dans les périodes de crise, son action prend un caractère particulièrement important. Par les mesures que peut adopter son conseil d'administration, elle est capable d'obvier, en partie, à l'effondrement des cours, d'écarter du marché la spéculation dont elle jugerait en ce moment le rôle néfaste, et d'en fermer rigoureusement les portes à tous les agioteurs et pêcheurs en eau trouble qui voudraient profiter du désarroi général pour tenter quelque audacieux coup de Bourse.

Elle peut même, comme nous avons entrepris de le démontrer, empêcher parfois le retour de ces grandes catastrophes, en opposant une barrière infranchissable à la spéculation exagérée qui entreprendrait de pousser la cote à une hausse exagérée en dehors de toute relation avec la situation des affaires, pour l'exposer ensuite à un écroulement certain, brusque et désastreux.

Le calcul des sommes qui se trouveraient aujourd'hui entre les mains des fabricants de sucre et distillateurs français, s'ils avaient effectivement touché le montant de leurs créances en 1905, révèle un chiffre énorme. Voilà cependant des millions qu'une caisse de liquidation aurait pu sauver ! Ce simple fait ne suffit-il pas à prouver que l'intervention de cet organisme est capable de rendre à l'industrie les plus précieux services.

Si des obstacles viennent s'opposer à la création d'une caisse de liquidation, il convient sans doute de les étudier d'abord sérieusement et de se rendre un compte bien exact des inconvénients qu'entraînerait l'application de ce nouveau genre de règlement. Mais il faut surtout ne pas négliger de les mettre en parallèle avec les immenses avantages qu'y trouveraient, en retour, les négociants et les industriels. Trop souvent aujourd'hui, ils se trouvent à la merci d'une bande d'agioteurs ou de spéculateurs témé-

raires et insensés, alors qu'eux-mêmes, au contraire, ne comptent, pour édifier leur fortune, que sur leur prudente énergie, leur intelligence et surtout la plus stricte exécution de tous les contrats.

VU :

Le Professeur, président de la thèse,
EDMOND VILLEY.

VU :

Le Doyen de la Faculté,
EDMOND VILLEY.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :

Le Recteur de l'Université de Caen :
E. ZEVORT.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION.....	5
-------------------	---

PREMIÈRE PARTIE

Les marchés à terme en général

CHAPITRE Ier. — NOTIONS GÉNÉRALES SUR LE TERME.....	13
A) Coup d'œil rapide sur la façon dont sont nés et se sont développés les marchés à terme	13
B) Organisation générale du marché à terme.....	18
Deux questions préalables :	
I. Le marché à terme est-il un moyen d'approvi- sionnement ?	23
II. La vente à découvert est-elle admissible ?	25
CHAPITRE II. — OPÉRATIONS TRAITÉES AU TERME.....	29
I. Arbitrage.....	29
II. Assurance.....	32
III. Report	35
IV. Spéculation pure.....	38
V. Jeu, agiotage.....	47
CHAPITRE III. — CRITIQUE DU MARCHÉ A TERME.....	50
I. On lui reproche de faciliter l'agiotage et les accaparements	50
II. Les opérations à terme ne sont que des marchés fictifs	61

III. Les étranglements.....	67
IV. Les contreparties.....	69
V. Manque de précision de la cote.....	74
VI. Marché à terme et producteurs.....	77

DEUXIÈME PARTIE

Caisses de liquidation

I. LES CAISSES DE LIQUIDATION.....	87
A) Composition et organisation.....	87
B) Dépôts et organisation.....	87
II. COMPTABILITÉ ET MÉCANISME DE LA CAISSE.....	100
III. MESURES PRISES PAR LES CAISSES DE LIQUIDATION POUR ASSURER LA RÉGULARITÉ DES OPÉRATIONS.....	113
A) Étranglement.....	113
B) Le jeu.....	115
C) L'agiotage et la spéculation trop imprudente.....	124
IV. COMMENT LES CAISSES DE LIQUIDATION EMPÊCHENT LES FRAUDES DES COURTIER. — QUESTION DU SECRET DES AFFAIRES.....	127
V. LES CAISSES DE LIQUIDATION JUGÉES PAR LES COMMER- ÇANTS.....	135

TROISIÈME PARTIE

Le krach et la caisse de liquidation.

Étude comparée de la crise de Roubaix-Tourcoing en 1900 et de celle de Paris en 1905.

UN KRACH AVEC CAISSE DE LIQUIDATION : CRISE LAINIÈRE DE ROUBAIX-TOURCOING EN 1900.....	143
Formation du marché de Roubaix-Tourcoing.....	143

Historique des cours de 1890 à 1900.....	146
Causes de la crise.....	149
La hausse.....	150
La baisse.....	153
Le krach.....	158
Mesures prises par la caisse de liquidation.....	159
Les exécutions.....	165
Solidité de la caisse de liquidation.....	166

UN KRACH SANS CAISSE DE LIQUIDATION : CRISE DES SUCRES

EN 1905.....	169
Histoire de la crise.....	169
Situation des fabricants de sucre en 1905.....	171
Les fabricants d'alcool.....	173
Difficultés pour établir une caisse de liquidation....	175
Les marges.....	178
Question des alcools.....	183
Les petits fabricants.....	185
La caisse de garantie mutuelle.....	187
Echec du projet.....	191
• CONCLUSION.....	197



